

Grupo Sura

Endeudamiento en la mira

Valor Justo:
COP 42,500
 Vender

Potencial: 39.8% Riesgo: Alto Cierre: 30,400

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	17.60
Dividendo anual 2024E (COP)	1,417
Retorno por dividendo:	4.66%
% MSCI COLCAP:	2.01%
# Acciones	579 mm
P/VL actual:	0.55x
P/U actual:	9.21x

La posibilidad de reformas pensionales en Colombia y Chile mantiene alta la incertidumbre sobre el rumbo que podría tomar este negocio en esas geografías que, en conjunto, representan el 47% de los activos bajo administración (AUM) de la compañía.

De igual manera, la reforma a la salud en Colombia, junto a los resultados negativos del negocio de EPS del grupo, permiten inferir que los dos principales negocios de Grupo Sura presentan riesgos importantes que no se deben ignorar. Sin embargo, seguiremos muy atentos a cualquier desinversión o transacción que busque liberar parte del valor no reconocido, hasta el momento, por el mercado.

> ¿POR QUÉ VENDER?

El Acuerdo Marco entre Grupo Sura, Grupo Argos, IHC, JDGB Holding y Nugil, representará un esfuerzo importante para el Grupo en endeudamiento y menor generación de caja. Asimismo, es posible que la oferta de acciones se mantenga alta una vez se liquide la sociedad Nutresa portafolio, lo que limitaría la valorización de la acción ordinaria. En el caso de la acción preferencial nuestra recomendación es Mantener.

Autores

Julián Ausique
 Analista Acciones

jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable

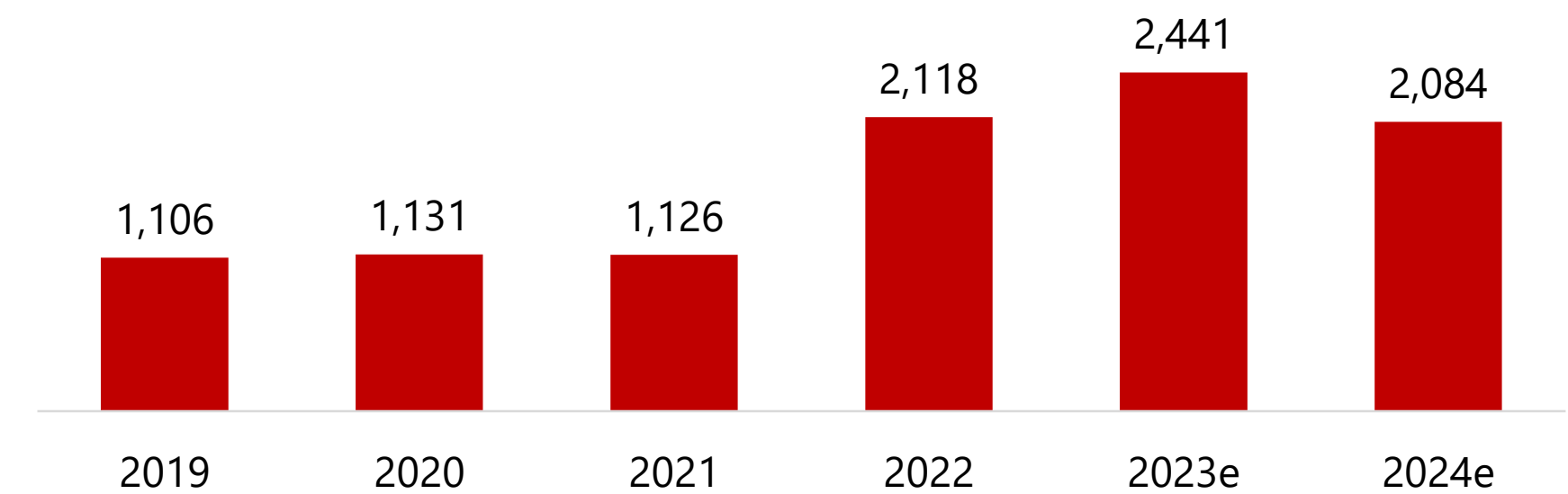
kortiz@corredores.com

> SURAMERICANA

Recuperación en rentabilidad: Tras unos años de débiles resultados financieros (2021-2022) en los que la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) promedió 4.7%, a raíz de la presión en los indicadores de siniestralidad y el bajo rendimiento de las inversiones; la compañía ha logrado mejorar nuevamente su ROE hasta niveles cercanos al 10%; mediante su estrategia de inversión enfocada en activos con alta indexación a la inflación y clasificación a costo amortizado.

En este sentido, ante una posible fase de reducción de la tasa de interés de política monetaria tanto en Colombia como la región, esperamos que el rendimiento de las inversiones siga aportando considerablemente a los resultados de la compañía, mostrando cierta moderación, compensando así las presiones sobre la siniestralidad, el resultado técnico y el incremento cercano a 28% de los gastos administrativos y de personal.

**Ingreso por inversiones Suramericana
(COP mil mm)**



Fuente: Grupo Sura | Estimaciones: Davivienda Corredores.

Desaceleración económica afectará dinámica comercial.

Las expectativas de una moderación del crecimiento en Colombia (1.1% en 2023 y 1.3% en 2024) y la región (1.0% 2023 y 1.9% 2024) frente a su senda de largo plazo, limitará el crecimiento de la industria aseguradora. Esto a raíz de un menor ingreso disponible de los hogares, afectado por los mayores niveles de inflación, el mayor desempleo y una menor actividad productiva del sector empresarial, que reducirán la demanda por pólizas.

A lo anterior, se suma el impacto de la estrategia de las compañías de seguros, que se han enfocado en aumentar las tarifas de seguros voluntarios, como protección a la tendencia ascendente de la siniestralidad y los costos asociados (afectados por la tasa de cambio) que han encarecido el costo de los siniestros frente a 2022.

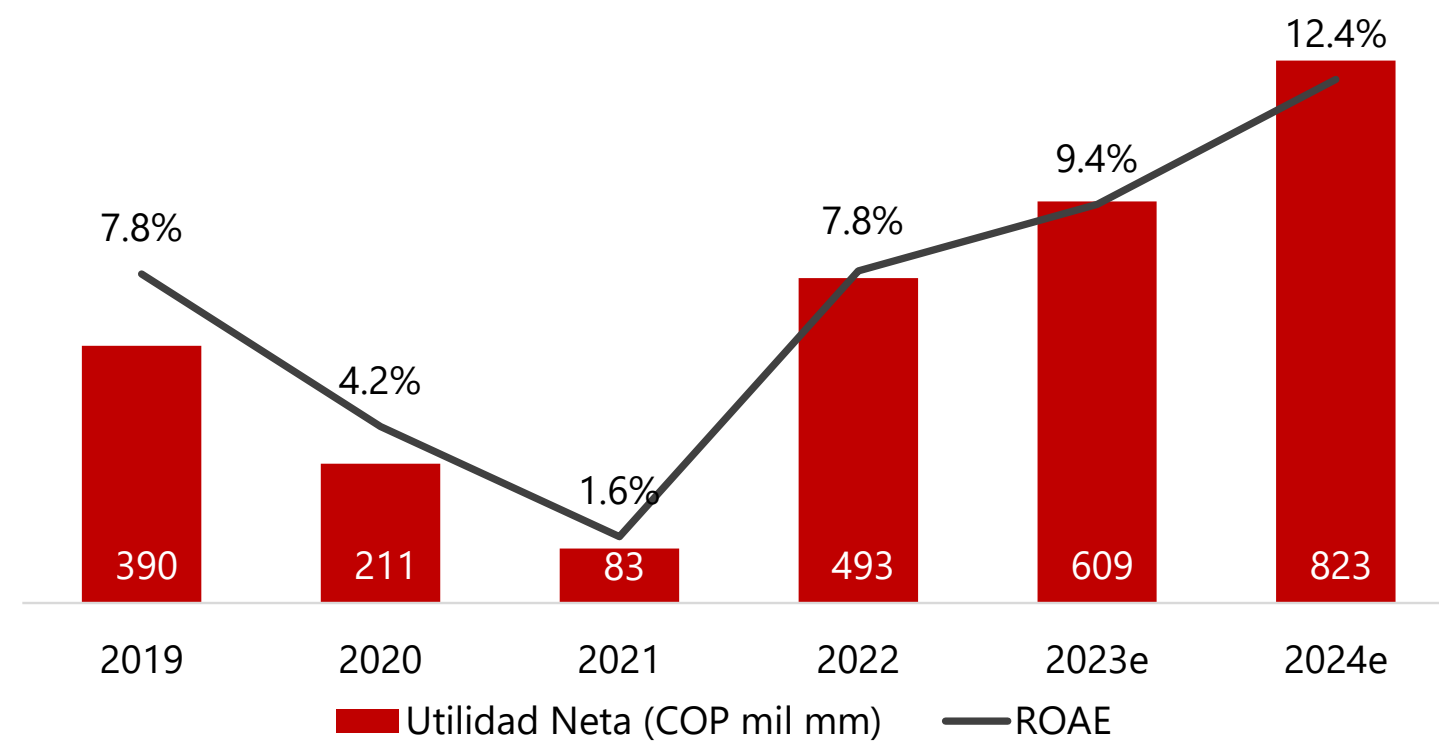
De hecho, al analizar las cifras a corte de junio de 2023, las primas consolidadas de Suramericana pasaron de crecer 28% al cierre de 2022 a crecer 17% en el 1S23. En este sentido, esperamos un crecimiento al cierre de 2023 de 10% anual en las primas retenidas, seguido por un menor crecimiento en 2024 de 4.0%.

Regulación para el sector en Colombia: De acuerdo con Fasecolda (Federación de Aseguradores Colombianos), lo estipulado en el artículo 97 de la Ley 2294 de 2023 del Plan Nacional de Desarrollo, que establece la obligatoriedad de afiliación en riesgos laborales en la aseguradora estatal para todos los trabajadores del sector público, representa una de las principales amenazas para el sector y lo que puede implicar en reducción de primas e ingresos para las aseguradoras privadas.

De igual manera, uno de los principales focos de atención en adelante será el desempeño de EPS Sura, que ha presentado importantes pérdidas netas en su operación, afectando el resultado consolidado del segmento de salud (COP -19,174 mm 1S23). Lo anterior, ha estado asociado a la situación crítica del sector salud en Colombia, la cual ha estado impactada por el incremento de siniestralidad ante inclusiones de coberturas en el plan obligatorio de salud que no son respaldadas por aumentos de tarifa. Sin embargo, es clave mencionar que EPS Sura posee indicadores de solvencia suficientes para enfrentar el entorno adverso.

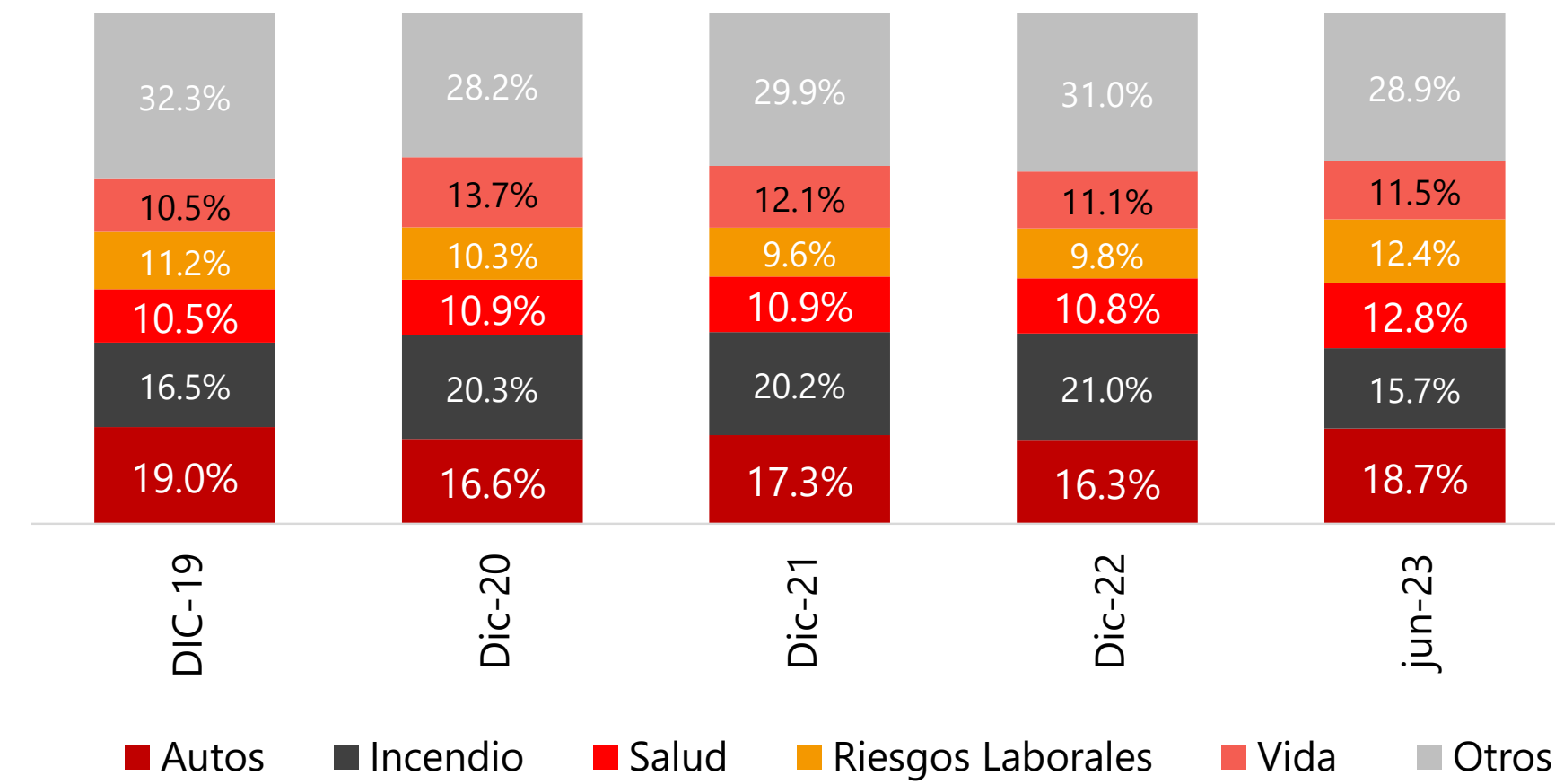
> SURAMERICANA <

Evolución ROE y Utilidades Suramericana



Fuente: Grupo Sura.

Distribución primas por tipo de solución



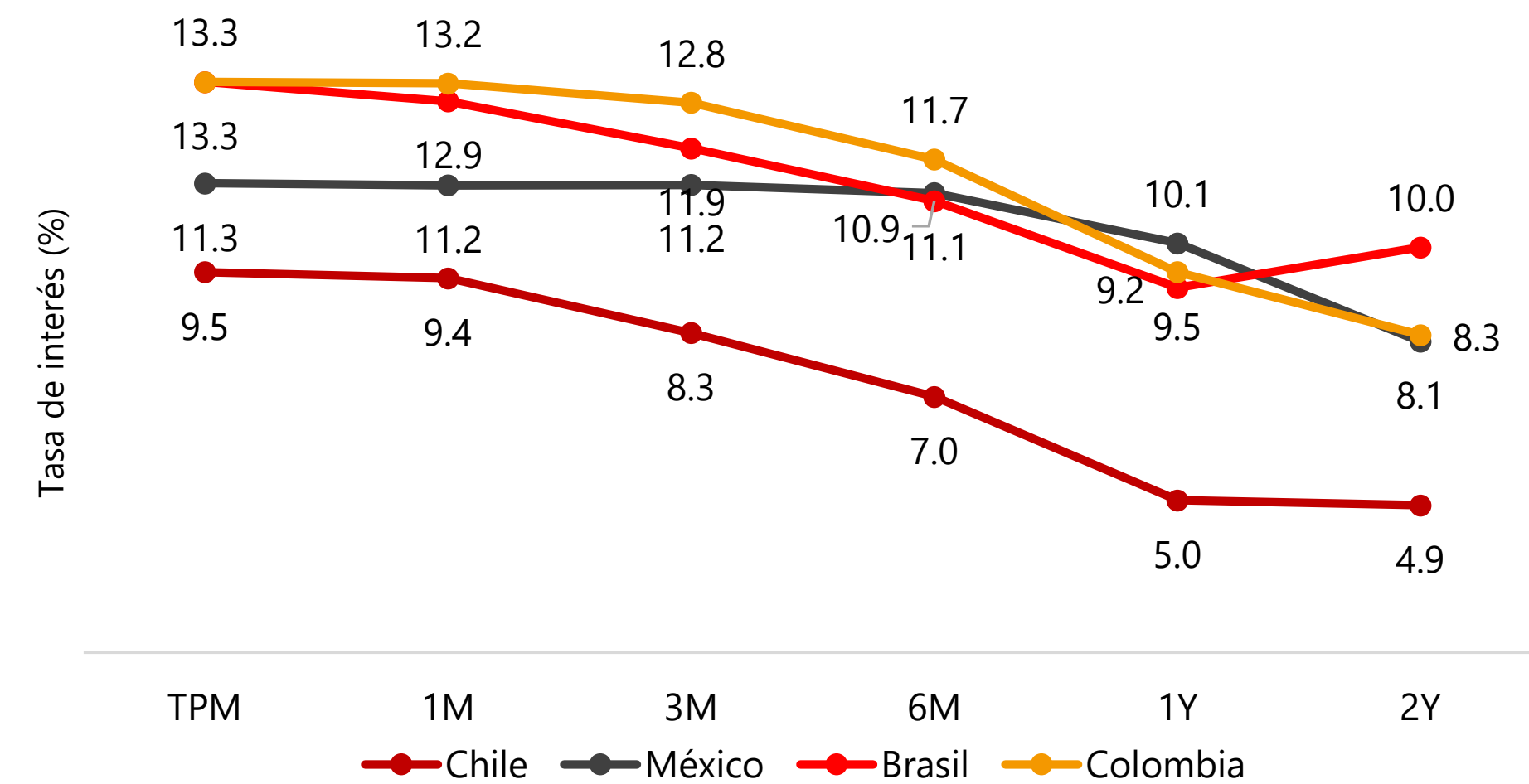
Fuente: Grupo Sura.

> SURA ASSET MANAGEMENT

Senda de política monetaria beneficiaria resultados de SUAM: Dada la sensibilidad de sus negocios al comportamiento del mercado de capitales, consideramos que en el 2024 el aporte derivado de la rentabilidad de las inversiones y el encaje de la compañía favorecería los resultados consolidados. Un contexto de reducción de tasas de interés por parte de los bancos centrales en Latinoamérica podría propiciar valorizaciones de las inversiones.

Bajo este entorno, el mayor aporte de las inversiones y el rendimiento del encaje, junto con el aumento de los ingresos por comisiones, dado el aumento de la base salarial que se beneficia de la buena dinámica del mercado laboral y los incrementos salariales, permitirá que la compañía presente niveles de rentabilidad (ROAE) superiores a los presentados históricamente, ubicándose cerca al 11% tanto para el cierre de 2023 como para 2024.

Expectativa de las tasas de interés en Latinoamérica según implícitas



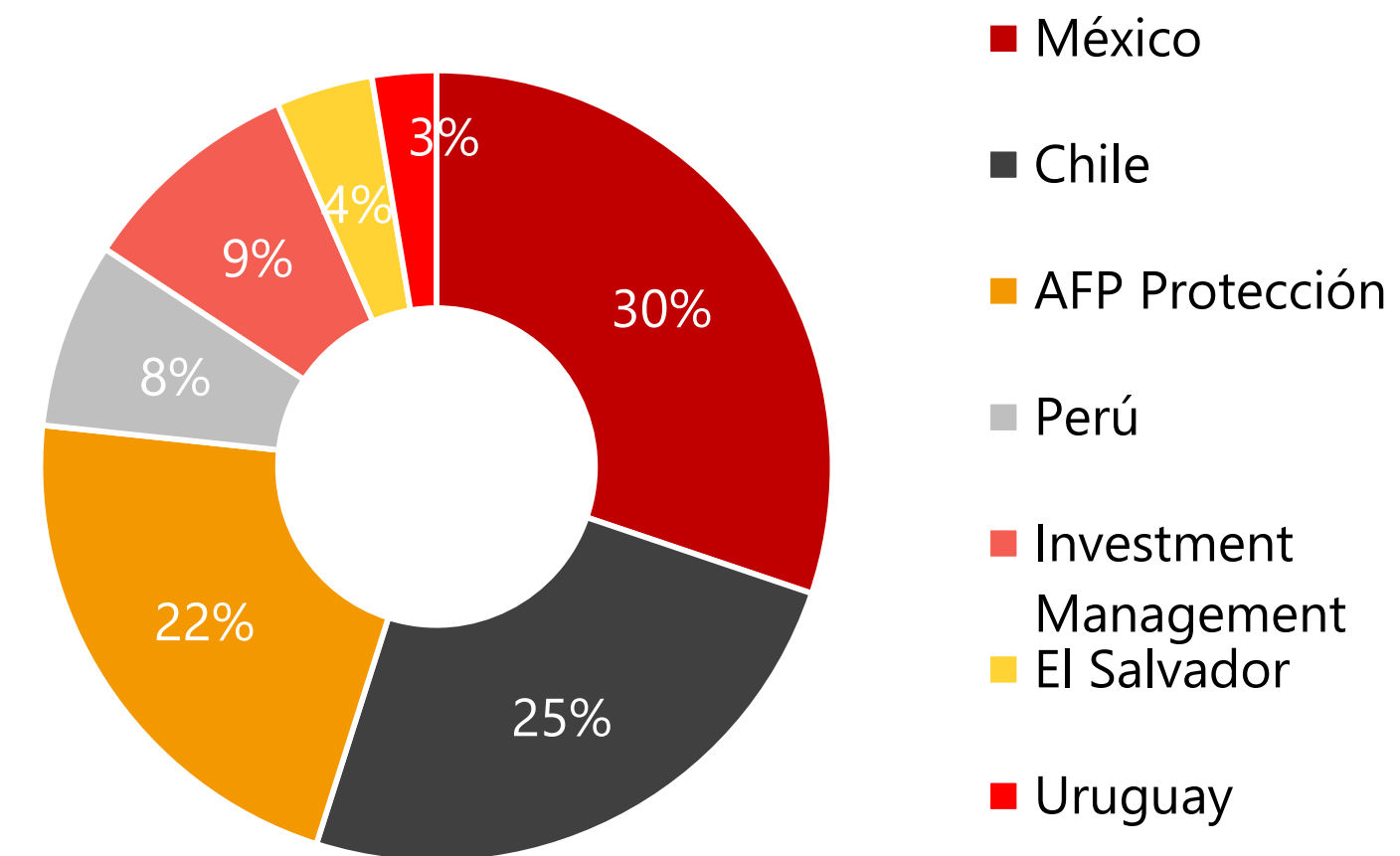
Fuente: Bloomberg | Cifras al 5 de septiembre de 2023

> SURA ASSET MANAGEMENT

Reformas siguen generando incertidumbre sobre Sura AM. Desde el año 2022 se ha venido discutiendo la posibilidad de una reforma pensional tanto en Chile como en Colombia, las cuales buscan cambios importantes en el rol de las AFPs. Dentro de los principales factores a reformar se encuentra un cambio sustancial en el esquema de comisiones de los fondos y, en el caso puntal de Colombia, un cambio en los flujos recibidos por parte de los cotizantes al fondo.

En lo relacionado con las modificaciones planteadas sobre los flujos en Colombia, el impacto directo sería para las AFPs privadas, cuya remuneración depende de forma importante de los aportes y, dado que la mayoría de los afiliados gana menos de 3 salarios mínimos, se afectarían directamente las comisiones. Esta propuesta no ha sido aprobada aún por el Congreso, y no se deben descartar ajustes frente a la propuesta inicial; sin embargo, es uno de los aspectos más importantes a monitorear en 2024.

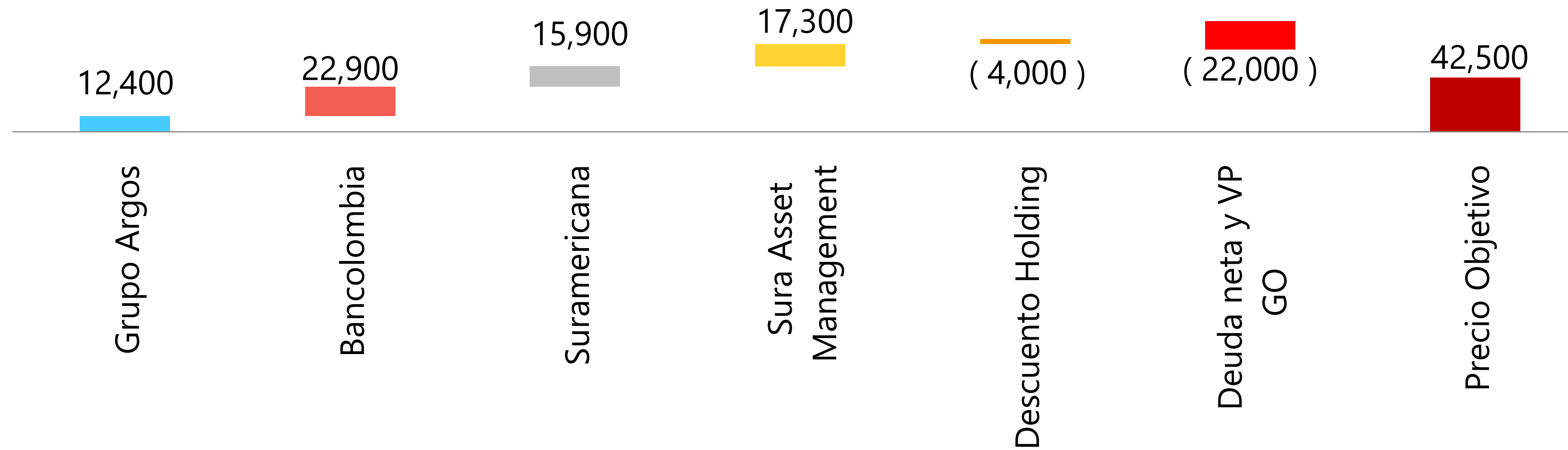
Participación en AUMs



Fuente: Grupo Sura

> GRUPO SURA

Composición de valor (COP/Acción)



Cálculos: Davivienda Corredores.

Escenarios de valor justo van a depender del resultado del Acuerdo Macro: En el contexto de la transacción de Grupo Sura, Grupo Argos con IHC Capital, Nugil y JGDB Holding, nuestro escenario base considera el caso en el que tanto Grupo Sura como Grupo Argos deban pagar en efectivo USD 12/acción al 5.05% de los accionistas de Nutresa y que el remanente (5.05%) decida aceptar el intercambio de Nutresa Alimentos por acciones de Grupo Sura y Nutresa Portafolio.

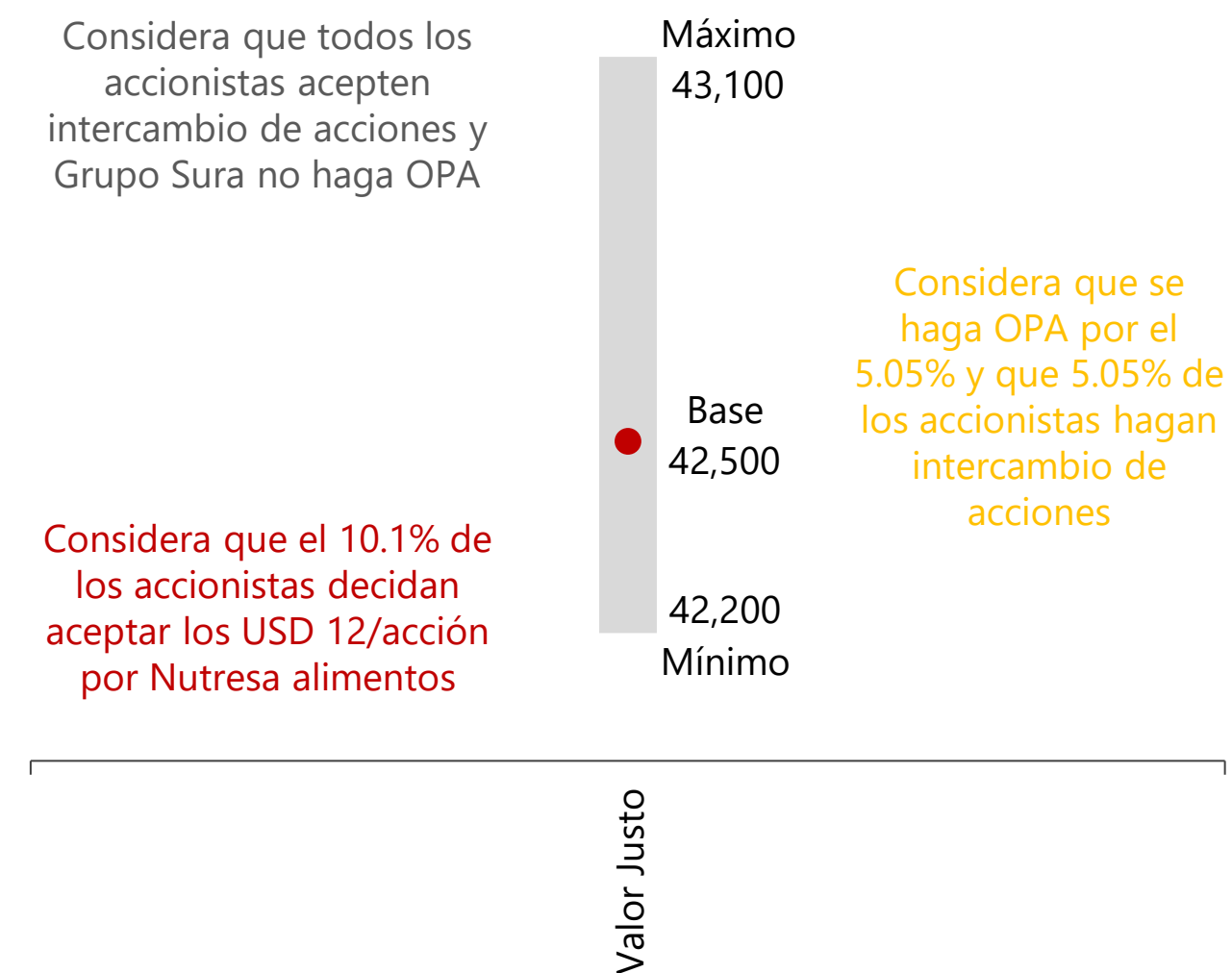
En este sentido, Grupo Sura reduciría su número de acciones ordinarias desde 466.7 millones actuales a 295.5 millones. De igual manera, esto implicaría que Grupo Sura tenga una mayor participación en Grupo Argos (+20%). Estos escenarios son producto del intercambio de las acciones que tiene actualmente Grupo Sura en Grupo Nutresa.

Sumado a esto, la transacción implica un mayor nivel de endeudamiento para el holding, derivado de los recursos necesarios para realizar la OPA (~COP 887 mil mm) y los impuestos por el reconocimiento del nuevo valor de Grupo Nutresa (USD 250 mm).

Finalmente, para el caso de Grupo Argos y Bancolombia incluimos el valor justo de nuestras valoraciones, resultando así en un valor justo para Grupo Sura de COP 42,500/acción.

Es relevante mencionar que si nuestro escenario de valor justo considerara el precio promedio de mercado de los últimos 12 meses de Grupo Argos, como lo hacíamos en nuestras publicaciones pasadas, nuestra valoración se reduciría a COP 37,000/acción, algo muy cercano a nuestro valor justo 2023e de COP 36,400.

Escenarios Valor Justo



> GRUPO SURA

Inicio de un nuevo Grupo Sura: Con la salida de Nutresa del portafolio de Grupo Sura, se da inicio a un nuevo panorama para la compañía (ver sección enroque GEA en Grupo Argos). Uno de los principales focos de la administración hacia adelante será el de continuar rentabilizando las operaciones, lo que podría implicar desinversiones que permitan materializar el valor de Grupo Sura.

De hecho, en lo corrido del año se ha venido implementando un plan de desinversiones, donde destacan los acuerdos con Grupo Galicia y Grupo Financiero Ficohsa para la venta del 100% de las operaciones de Argentina por USD 19 millones y El Salvador por USD 43.7 mm, respectivamente.

En este sentido, reiteramos que futuras transacciones sobre las filiales de las compañías permitirán liberar el valor no reconocido por el mercado que tiene el holding, algo que hemos reiterado durante varios años.

Es por esto que, en el caso de un inversionista de acciones preferenciales, nuestra recomendación varía frente a nuestra recomendación base de VENDER y, en este caso, recomendamos mantenerlas teniendo en cuenta el potencial de valorización frente a la acción ordinaria (175%) y frente a nuestro valor justo (285%), lo cual sumado a un escenario potencial de desinversiones que podría resultar en una mayor flujo distribuable y un plan de recompra de acciones más agresivo; entre otros, resultaría en un retorno bastante atractivo para esta especie en particular.

> GRUPO SURA

Presiones en endeudamiento y flujo de caja tras la transacción: A raíz de la transacción ya mencionada y teniendo en cuenta nuestro escenario base (5% del pago de la OPA en efectivo), la compañía tendrá que incurrir en un endeudamiento adicional cercano a COP 1.92 bn; tal endeudamiento estaría distribuido en dos momentos, una primera parte durante el 2024 (COP 887 mil mm) para el pago de la OPA y, un segundo momento en 2025 (COP 1.0 bn) para el pago de los impuestos. Esto en conjunto resultaría en una presión en los indicadores de apalancamiento del holding, los cuales aumentarían desde 2.55x deuda neta/dividendos, hasta 3.3x en 2023 y 3.9x en 2024.

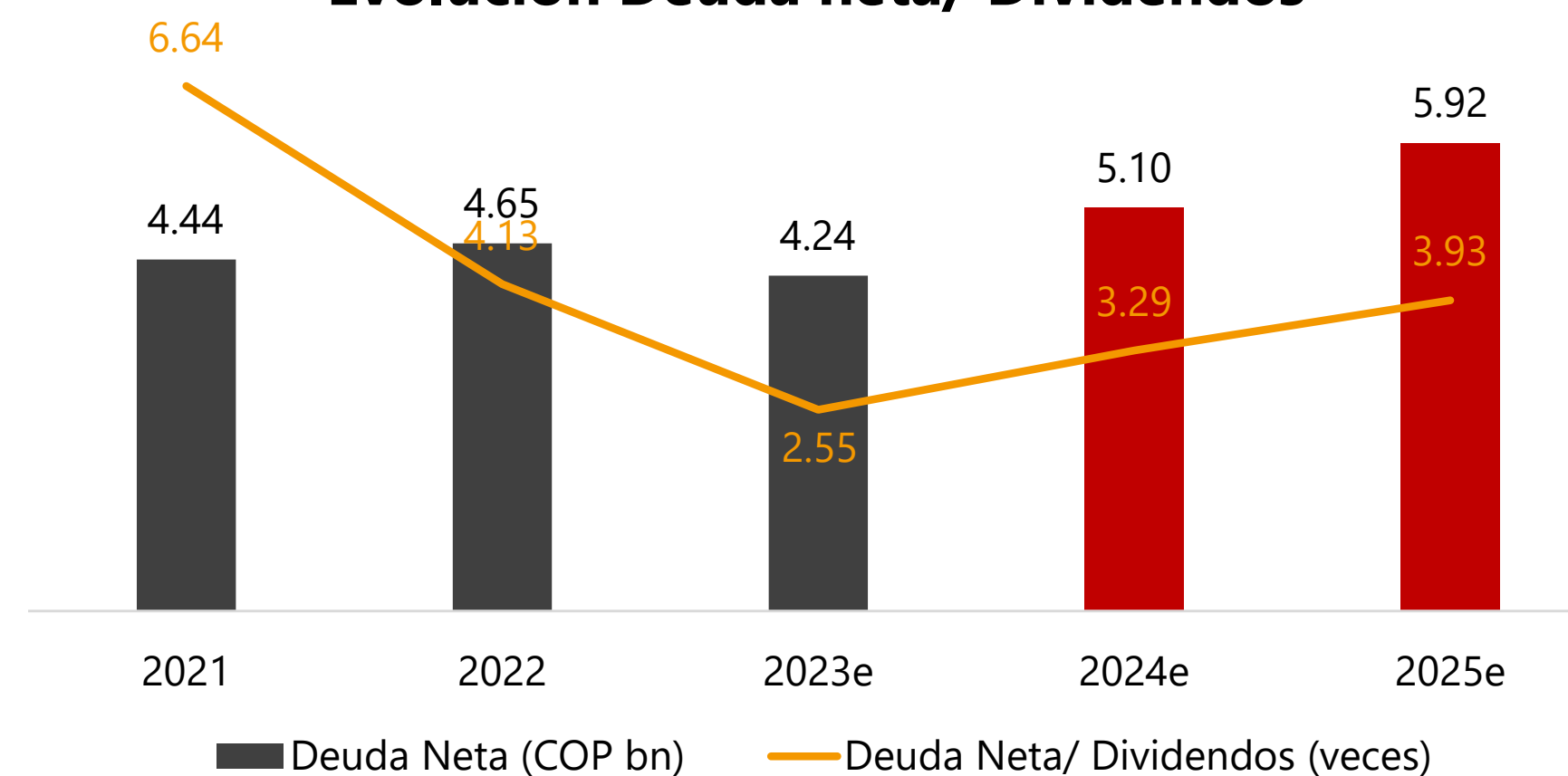
Es clave mencionar que, si bien estos niveles no superan los límites recomendados por las calificadoras de riesgos, este escenario no contempla los recursos adicionales que se necesitarían en caso de readquirir la totalidad de la participación de Grupo Bolívar, de acuerdo a las últimas decisiones anunciadas por este. En este sentido, si consideramos nuestro escenario de valoración, 0.7x precio valor en libros de Sura Asset Management, y no incorporamos los retornos mínimos garantizados de la inversión pactados por las partes, la participación de Bolívar ascendería a COP 821 mil mm, que deberían ser asumidos en cierta manera por Grupo Sura, implicando un aumento del endeudamiento para 2024 hasta COP 5.62 bn y a COP 6.2 bn en 2025, presionando aún más los indicadores de deuda hasta 4.11x, cerca de los niveles límite (5.0x) para mantener su calificación de riesgo.

> GRUPO SURA

Expectativa Flujo de caja Grupo Sura

Flujo de caja	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos Totales	685,768	1,148,160	1,670,202	1,562,880	1,521,068
Bancolombia	114,451	565,205	806,562	945,326	755,931
Grupo Argos	21,554	48,678	218,238	178,899	200,000
Grupo Nutresa	112,278	278,449	305,893	0	0
Suramericana	190,654	87,857	130,321	200,000	250,000
SURA AM	230,342	144,504	203,720	250,000	300,000
Gastos operación e impuestos	(85,969)	(163,961)	(151,051)	(169,177)	(175,945)
Intereses	(330,072)	(426,471)	(561,370)	(773,298)	(600,000)
Dividendos Pagados	(347,434)	(427,683)	(668,794)	(602,611)	(549,145)
FCL Operacional	(77,708)	130,044	288,987	17,793	195,979

Evolución Deuda neta/ Dividendos



> GRUPO SURA

Efectos en utilidad por acción

	2024E	2024 Escenario Base	OPA 10.1% cash	OPA 10.1% Intercambio
Grupo Argos	148,771	178,899	180,044	177,754
Bancolombia	945,326	945,326	945,326	945,326
Grupo Nutresa	242,063	0	0	0
Dividendos	1,336,161	1,124,225	1,125,370	1,123,080
Método de participación	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000
Gastos Operacionales & otros	170,352	170,352	170,352	170,352
Resultado Financiero	2,515,809	2,303,873	2,305,018	2,302,728
Ganancias a valor razonable - Derivados	473,000	473,000	473,000	473,000
Diferencia en cambio (Neto)	(450,000)	(450,000)	(450,000)	(450,000)
Intereses	(407,882)	(863,516)	(982,391)	(744,641)
Ganancias antes de impuestos	2,130,927	1,463,357	1,345,627	1,581,087
Impuestos	(311,115)	(213,650)	(196,462)	(230,839)
Utilidad Neta	1,819,811	1,249,707	1,149,165	1,350,248
Utilidad Por acción	3,144	3,063	2,923	3,194
Número de acciones	579	408	393	423

Efectos en utilidad por acción: Es clave mencionar que esta transacción considera unos efectos positivos y negativos en el P&G separado de Grupo Sura. En primer lugar, el efecto positivo se evidencia vía los mayores dividendos recibidos por Grupo Argos y el menor número de acciones totales de Grupo Sura. Por su parte, el efecto negativo se materializa mediante la eliminación de la contribución de la participación que tenía el Holding en Grupo Nutresa.

En este sentido, al estimar el efecto de la transacción en las utilidades por acción de la compañía, evidenciamos un efecto negativo. En cuanto a nuestro escenario base (5% Cash & 5% intercambio) la destrucción de valor es de tan solo 2.6%. Sin embargo, al evidenciar el escenario más ácido en el cual Grupo Sura y Grupo Argos deban pagar el 10.1% de la OPA en efectivo, esto considera una destrucción de las utilidades en cerca de 7.0% dado el mayor nivel de endeudamiento del holding.

> GRUPO SURA

Efectos en estimación de Valor Justo

	Escenario Base				OPA 10.1% cash				OPA 10.1% Intercambio			
	#acciones	Precio	Valor (COPmm)	Valor por acción	#acciones	Precio	Value (COPmm)	Valor por acción	#acciones	Precio	Value (COPmm)	Valor por acción
Grupo Argos	281,730,357	17,900	5,042,973	12,400	283,533,458	17,800	5,046,896	12,800	279,927,257	18,100	5,066,683	12,000
Bancolombia	233,162,404	40,000	9,326,496	22,900	233,162,404	40,000	9,326,496	23,700	233,162,404	40,000	9,326,496	22,100
Suramericana		1.20x	6,467,203	15,900		1.20x	6,467,203	16,400		1.20x	6,467,203	15,300
Sura Asset Management		0.70x	7,037,380	17,300		0.70x	7,037,380	17,900		0.70x	7,037,380	16,600
Otras inversiones			43,225	100			43,225	100			43,225	100
Total inversiones			27,917,277	68,600			27,921,199	70,900			27,940,987	66,100
Deuda neta			6,444,149	15,800			7,331,275	18,600			5,557,024	13,100
VP Gastos Administrativos			2,511,582	6,200			2,511,582	6,400			2,511,582	5,900
Valor del portafolio neto			18,961,547	46,600			18,078,343	45,900			19,872,382	47,100
Descuento por holding			1,613,880				1,528,753				1,693,491	
Valor del portafolio con descuento			17,347,667				16,549,590				18,178,891	
Número de acciones (mm)			408				393				423	
Valor Justo			42,500				42,200				43,100	

> 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 ADRen 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 industrial y energía.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Disponible	2,283	3,570	3,652	3,711	3,800
Otros Activos	73,619	94,823	96,990	98,557	100,922
Total Activos	75,902	98,393	100,642	102,268	104,721
Total Pasivos	44,636	62,612	63,049	74,959	76,286
Patrimonio	31,265	35,782	37,593	27,309	28,436
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	75,902	98,393	100,642	102,268	104,721
Pasivos/Activos	58.8%	63.6%	62.6%	73.3%	72.8%
ROAE	4.9%	6.6%	5.7%	9.2%	8.9%
ROAA	2.0%	2.4%	2.1%	2.5%	2.4%

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Primas Retenidas	18,531	27,461	26,212	34,703	38,402
Ingreso por Comisiones	3,241	3,528	4,364	3,587	3,276
Prestación de Servicios	227	283	331	422	466
Ingresos Totales	24,839	31,189	36,045	41,995	46,622
Siniestros Retenidos	(12,905)	(16,302)	(19,282)	(19,216)	(20,601)
Gastos Totales	(22,257)	(27,669)	(32,179)	(38,367)	(41,976)
Ganancias antes de impuestos	1,986	2,689	3,299	2,787	2,790
Utilidad Neta	1,525	2,345	2,148	2,509	2,539
Utilidad Neta controladora	1,409	2,075	1,784	2,283	2,310
Margen Neto	6.1%	7.5%	6.0%	6.0%	5.4%

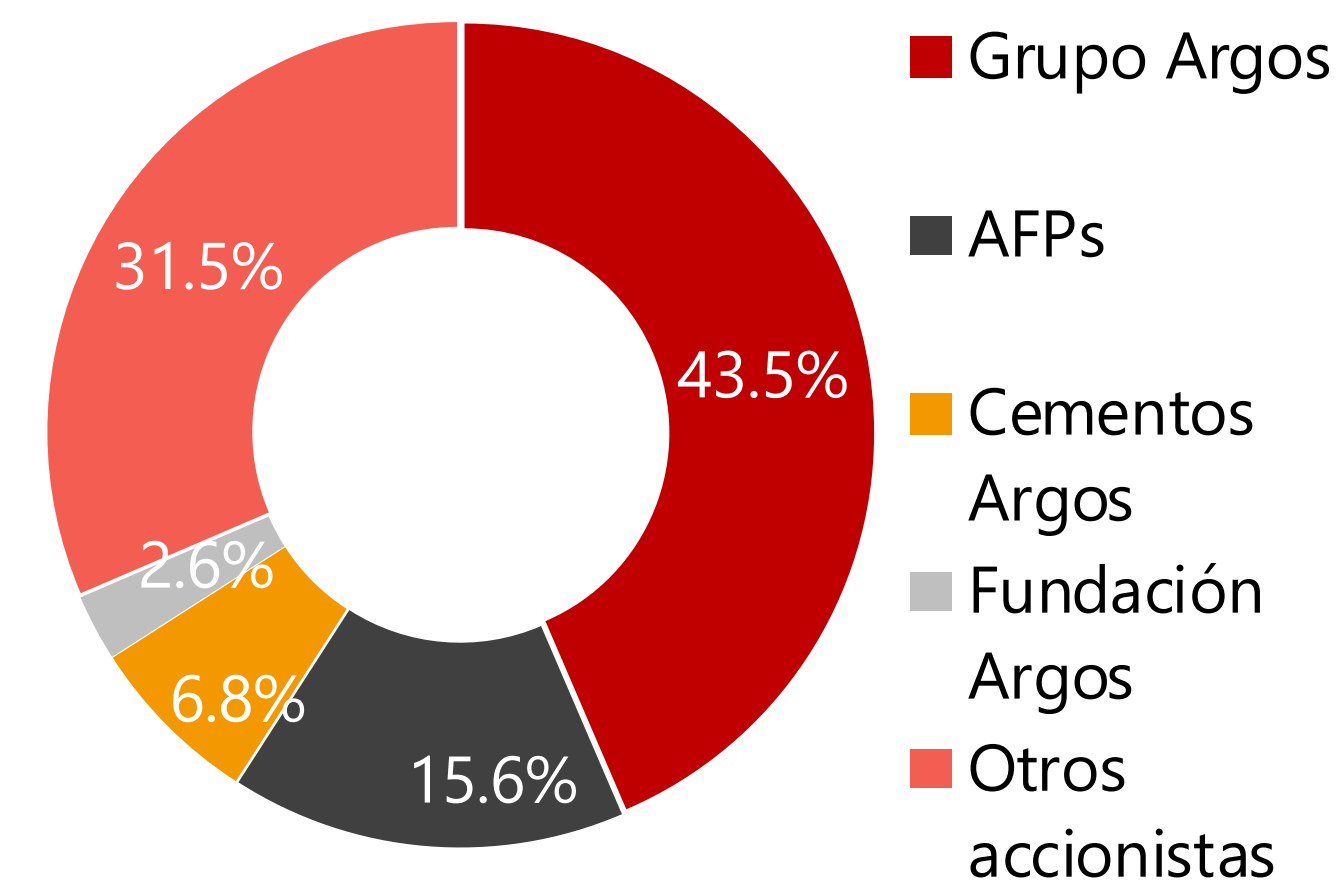
> Grupo Sura

Ficha técnica

Resumen					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	581	579	579	408	408
Cap. Bursátil	17,429	24,311	17,597	12,402	12,402
Precio (COP/acción)*	30,000	42,000	30,400	30,400	30,400
VL (COP/acción)	53,815	61,817	64,945	66,941	69,702
UPA (COP/acción)	2,624	4,052	3,711	6,149	6,222
P/VL	0.6x	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x
P/U	11.4x	10.4x	8.2x	4.9x	4.9x
Retorno por dividendos	2.0%	1.9%	4.2%	4.7%	5.1%
Dividendo por acción	603	784	1,280	1,417	1,556

*Precio al 22 de septiembre para 2023e,2024e,2025e.

Composición accionaria pro forma



Fuente: Grupo Sura

> VALORACIÓN

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

Utilizamos nuestro valor justo 2024e tanto en Grupo Argos como Bancolombia.

Incluimos en nuestra valoración de Sura AM (P/VL 0.70x) y Suramericana (P/VL 1.20x) para las cuales utilizamos la metodología de exceso de retorno.

Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible, sumada a COP 1.91 billones, que considera el endeudamiento adicional a raíz de la transacción (OPA + Impuestos), lo cual se daría en el escenario de la transacción con 5% cash y 5% intercambio.

Calculamos el Valor Presente de los gastos administrativos

Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Incluimos un descuento del 8.5% basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del patrimonio del holding.

Valoración					
SOTP	Participación	Valor Justo 2024	Valor Participación (COP mil mm)	Valor por Acción (COP)	Peso Portafolio
Estratégicas					
Suramericana	81.1%	1.20x	6,467	15,900	23.2%
Sura Asset Management	83.6%	0.70x	7,037	17,300	25.2%
Asociadas					
Grupo Argos	32.9%	17,900	5,043	12,400	18.1%
Bancolombia	45.7%	40,000	9,326	22,900	33.4%
Otras inversiones			43	100	0.2%
Total Negocios			27,917	68,400	
Deuda neta			-6,444	-15,800	
VP Gastos Administrativos			-2,512	-6,200	
Equity Value (SOTP)			18,962	46,400	
Descuento por holding			-1,608	-3,900	
Valor Justo			17,353	42,500	