

Grupo Argos

Un nuevo holding

Valor Justo:
COP 17,900
 Comprar

Potencial: 102% Riesgo: Alto Cierre: 8,870

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

| | |
|----------------------------------|--------|
| Capitalización bursátil (COP bn) | 7.6 |
| Dividendo anual 2024E (COP) | 635 |
| Retorno por dividendo: | 7.2% |
| % MSCI COLCAP: | 5.9% |
| # Acciones | 869 mm |
| P/VL actual: | 0.43x |
| P/U actual: | 6.38x |

Grupo Argos ha mantenido su foco estratégico y se ha convertido en uno de los principales gestores de activos alternativos en la región.

Durante los últimos años, ha reorganizado sus inversiones y ha estructurado plataformas para vincular socios que apalanquen el crecimiento y remuneren su gestión; y así, liberar recursos para reducir el apalancamiento y desbloquear el valor real de sus activos.

Somos optimistas sobre el futuro de las empresas del Grupo y creemos que vendrán más transacciones y más desinversiones, sobre todo después de la transacción en la que saldrá de su inversión de Nutresa y quedará con una posición mayoritaria en Grupo Sura, que deberá disminuir parcial o completamente.

> ¿POR QUÉ COMPRAR?

Además de que el precio de la acción está alejado de su valor fundamental, el riesgo por apalancamiento se ha reducido; la transacción con el grupo Gilinski y los inversionistas árabes seguirá derivando en desinversiones y transacciones que podrían materializarse en flujo de caja para el grupo y sus accionistas, y que permitirían seguir reflejando el desbalance entre el precio de mercado y su valor justo (como ocurrió con Cemargos)

Autores

Katherine Ortiz
 Analista Líder Acciones
 kortiz@corredores.com

> EL NUEVO GRUPO ARGOS

Adiós a Grupo Nutresa ¿Qué significa para Grupo Argos?

El inicio de lo que hoy conocemos tradicionalmente como el Grupo Empresarial Antioqueño* se dio entre los años 70s y 80s; época en donde empresarios antioqueños veían con preocupación como inversionistas de la capital del país (Carlos Ardila Lulle, Julio Mario Santo Domingo y Jaime Michelsen Uribe quien lideraba el grupo Grancolombiano) conseguían la participación controlante de las empresas emblema de la región, lo que los motivó a llevar a cabo un intercambio de acciones entre diferentes compañías.

En sus primeros años, 70 empresas hacían parte del cruce accionario, pero en los 90's el número ya superaba las 150. Fue así como a finales de la década se inició un proceso de simplificación de la estructura, dando nacimiento al holding Grupo de Inversiones Suramericana (hoy Grupo Sura) en 1997, al holding Inversiones Argos (hoy Grupo Argos) en 1998 y al holding Grupo Nacional de Chocolates (hoy Grupo Nutresa) en el año 2000.

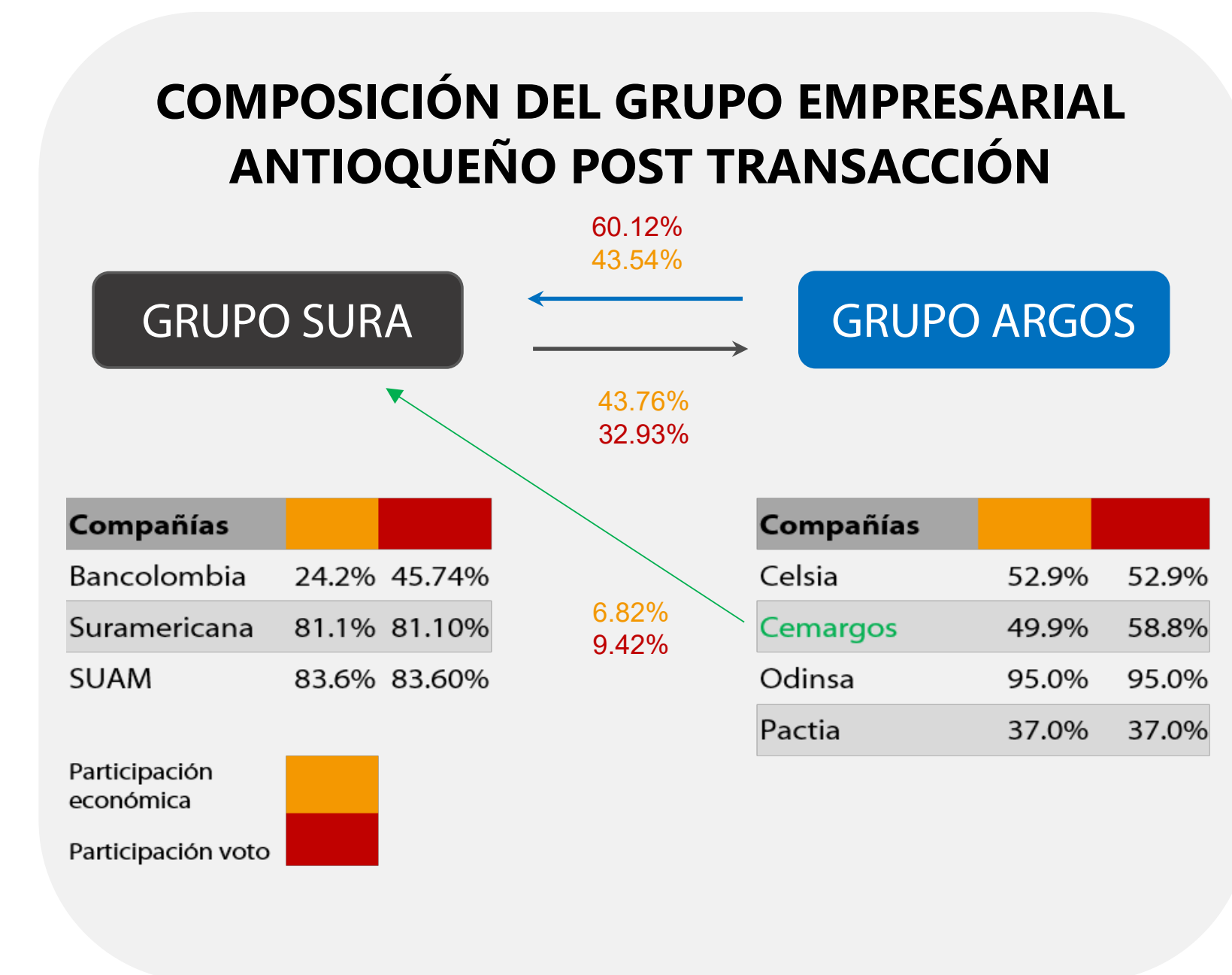
Luego de más de 40 años inició una nueva transformación con la llegada del grupo Gilinski y los inversionistas árabes, quienes a través de diversas OPAs y compras en el mercado se fueron haciendo a participaciones de Grupo Sura y Nutresa, alcanzando el 31.7% de Grupo Nutresa y el 41.5% de las acciones ordinarias de Grupo Sura.

El 24 de mayo de 2023, se conoció que las partes habían firmado un Memorando de Entendimiento para que el grupo Gilinski y los inversionistas árabes se quedarán con el conjunto de empresas que conforman el Grupo Nutresa. Del otro lado, el resto de las empresas se mantendrían en manos de Grupo Argos y Grupo Sura que mantendrían participaciones cruzadas entre sí. Estimamos que Grupo Argos y sus filiales pasen de tener el 29.1% a ~53% de Grupo Sura, con lo cual el 38% del valor de las inversiones de Grupo Argos estará representado en sus acciones de Grupo Sura y el 18% de Grupo Sura estará explicado por su participación de Grupo Argos.

*Grupo empresarial antioqueño es un nombre informal con el que se le conoce un conjunto de empresas antioqueñas que, aunque tienen su propia estructura organizacional y operativa, comparten una visión estratégica y una serie de valores y principios (ver aquí)

Creemos que este es solo el inicio de la transformación puesto que para que la operación sea aprobada por los entes regulatorios, Grupo Argos se habría comprometido a crear un fideicomiso con el porcentaje de las acciones que superen el 49.9% del total de ordinarias de Grupo Sura. Esto significaría un fideicomiso valorado en ~COP 2.5 bn (~COP 2,950/acción de Grupo Argos), si se toma Grupo Sura a valor de mercado.

Es así como después de la transacción en curso podría iniciar una nueva etapa, donde las desinversiones, empezarían a jugar un papel relevante en la materialización del valor de Grupo Argos. Incluso, no descartamos la posibilidad de que la estructura corporativa basada en los holdings de Grupo Sura y Grupo Argos deje de existir; y que en un futuro simplemente permanezcan las compañías líderes de cada negocio. Actualmente, calculamos que del valor de Grupo Sura y Grupo Argos, solo el Valor Presente de sus gastos administrativos representa COP 2,000/ acción en Grupo Argos y COP 6,170/acción en Grupo Sura, es decir, el 11% y 14% respectivamente del valor de cada compañía, estos valores son una muestra de la liberación potencial de valor si se materializan cambios a futuro.



Cambios proforma en la composición accionaria de Grupo Sura y Grupo Argos

| | GRUPO ARGOS | | | |
|------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | Ordinarias | | Total | |
| | Pre transacción | Post transacción | Pre transacción | Post transacción |
| Grupo Sura | 35.66% | 43.8% | 27.0% | 32.93% |
| AFPs | 12.68% | 12.94% | 25.63% | 26.03% |
| Colfondos | 1.75% | 1.79% | 3.18% | 3.23% |
| Porvenir | 5.30% | 5.41% | 10.04% | 10.19% |
| Protección | 5.14% | 5.24% | 11.10% | 11.27% |
| Skandia | 0.49% | 0.50% | 1.31% | 1.33% |
| Amalfi | 5.71% | 5.83% | 4.56% | 4.63% |
| ETFs | 5.28% | 5.39% | 5.78% | 5.87% |
| Otros | 40.66% | 32.07% | 37.06% | 30.54% |

Fuente: Superfinanciera, estimaciones Davivienda Corredores

| | GRUPO SURA | | | |
|-------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | Ordinarias | | Total | |
| | Pre transacción | Post transacción | Pre transacción | Post transacción |
| Grupo Argos | 27.86% | 60.12% | 22.45% | 43.54% |
| Cementos Argos | 5.96% | 9.42% | 4.81% | 6.82% |
| Fundación Argos | 2.29% | 3.62% | 1.84% | 2.62% |
| Corbeta | 2.14% | 3.38% | 1.73% | 2.45% |
| AFPs | 0.13% | 0.21% | 10.96% | 15.57% |
| Otros accionistas | 61.62% | 23.25% | 58.21% | 29.00% |

Fuente: Superfinanciera, estimaciones Davivienda Corredores

Liberación de recursos podría permitir mayor crecimiento futuro y permite reflejar en transacciones tangibles el valor de sus activos.

Grupo Argos, en su rol de gestor de activos, ha impulsado y acompañado diversas transacciones que soportan la subvaloración de sus activos vs. el precio de mercado:

En el caso de Odinsa, la compañía de infraestructura vial y aeroportuaria, se anunció la creación de una plataforma de aeropuertos por COP 1.4 billones de la mano de Macquarie Asset Management, el administrador del fondo de infraestructura más grande del mundo, con quien ya la compañía había celebrado un acuerdo para crear Odinsa Vías, la plataforma de concesiones viales que hoy administra el Túnel Aburrá Oriente, Pacífico 2, la Malla Vial del Meta y Autopistas del Café. Gracias a las operaciones realizadas por la compañía durante el año, Odinsa prepagó prácticamente la totalidad de su deuda, lo cual la deja en una situación de flexibilidad importante para las oportunidades del negocio.

Asimismo, sobresale la operación anunciada por Cementos Argos con sus activos de EE.UU. una transacción que valora la operación de Estados Unidos en ~USD2,800 millones, de los cuales recibiría USD 1,200 millones en efectivo (ver detalle en sección de Cementos Argos) y que permite ver de forma explícita el valor de la operación de Cementos Argos en EE.UU. En el caso de Celsia también se han llevado a cabo operaciones importantes como la creación de plataformas en cada uno de los negocios y la venta de los activos de Centroamérica (USD 195 mm de dólares).

Hacia adelante, creemos que el Grupo seguirá encontrando formas de liberar valor, lograr rentabilizar su portafolio de activos y liberar caja para eventuales recompras de acciones o mejorar su política de dividendos.

> ODINSA

Un amplio pipeline de proyectos

Odinsa el vehículo de inversión en infraestructura del Grupo, ha venido reacomodando su portafolio de inversiones y su estructura para aprovechar el potencial de crecimiento que se desprende del déficit de infraestructura en el país. Es así como ha venido estructurando una serie de proyectos con un CAPEX estimado de alrededor de ~COP17 bn que le permitirían, una vez se materialicen, apalancar una sólida fuente de generación de caja.

Vale la pena resaltar que la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) dio la aprobación de prefactibilidad de la Iniciativa Privada El Dorado Max, un proyecto de más de COP 7 billones que plantea la ampliación y mejoramiento de la infraestructura existente del aeropuerto El Dorado de Bogotá,

así como la construcción de nuevas obras para maximizar su capacidad a 60 millones de pasajeros al año. Asimismo, la alianza con Macquarie tiene como propósito apalancar el crecimiento futuro de las plataformas.

| Proyectos | Descripción | Periodo de la concesión (años) | CAPEX (COP) | Periodo de inversión | Participación Odinsa |
|-------------------------|---|--------------------------------|-------------|----------------------|----------------------|
| Aeropuerto de Cartagena | Un nuevo aeropuerto en Cartagena | 22-25 | 3.2bn | 7.0 | 70% |
| Campo de vuelo | Proyecto para aumentar la eficiencia operativa y las operaciones en el aeropuerto El Dorado | 9-12 | 1.1 bn | 3.0 | 65% |
| Bogotá el Dorado Max | Proyecto de expansión para lograr una capacidad máxima del aeropuerto El Dorado | 11-13 | 9.7 bn | 10.0 | 100% |
| Perimetral de la sabana | Proyecto de integración regional de la sabana de Bogotá | 30 | 1.3 bn | 5.0 | 100% |
| Conexión centro | Proyecto para mejorar la infraestructura existente de AKF en la región cafetera del país | 30 | 2.7 bn | 5.0 | 100% |

Fuente: Odinsa.

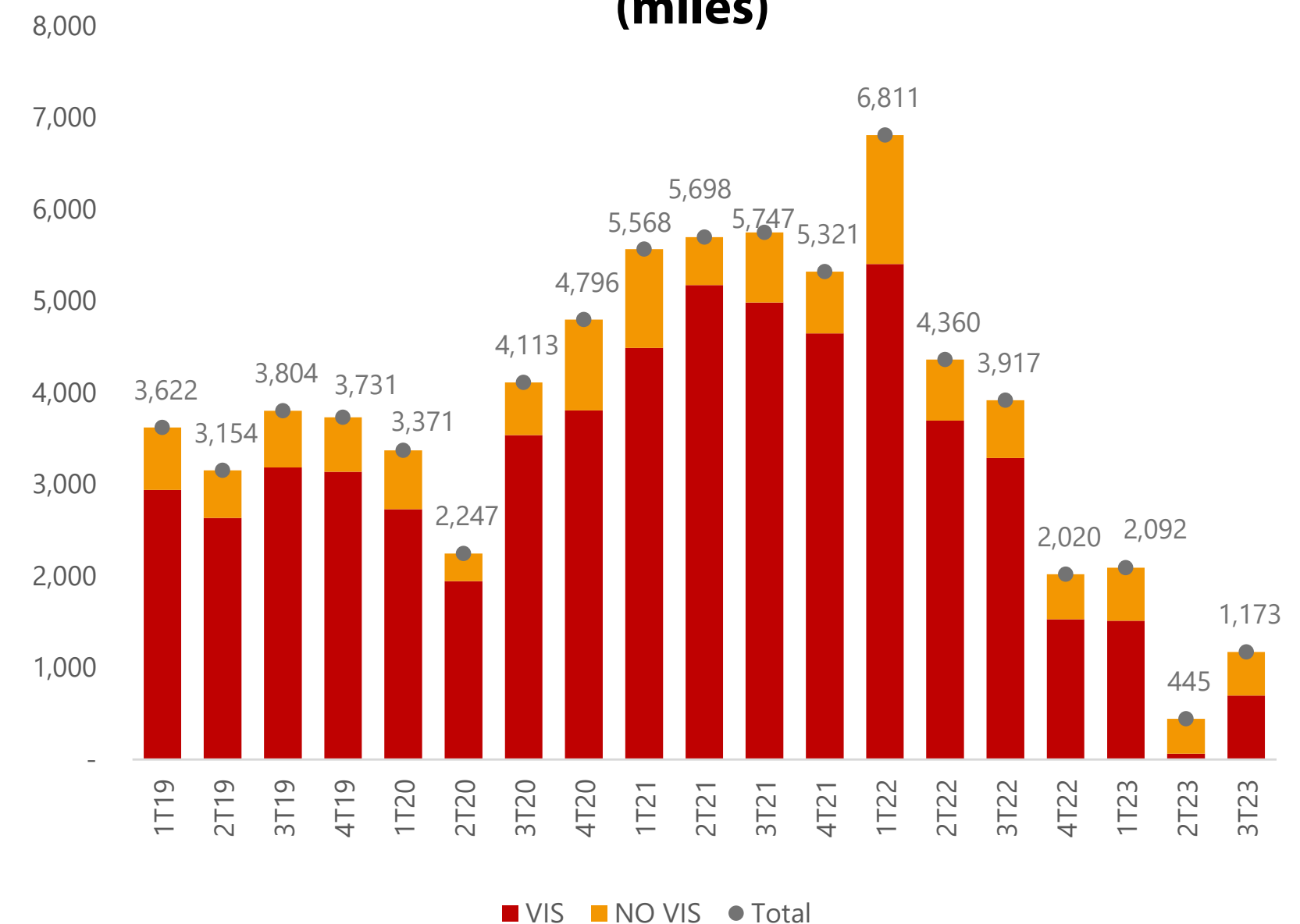
> R I E S G O S

Portafolio de tierras con retos ante nuevas políticas del gobierno:

Grupo Argos cuenta con un banco de tierras de más de 4,600 hectáreas distribuidas en diferentes zonas del país. El grueso de estas tierras está ubicado en Barranquilla y Barú Cartagena, valorado en COP 2.2 bn. A través de este negocio ejecuta proyectos urbanísticos y comerciales que, durante los últimos años, ha aportado ~COP 100 mil millones de pesos anuales en la caja. Hacia adelante este segmento enfrenta retos; por un lado, Barranquilla es una de las ciudades donde más han disminuido las ventas de vivienda (-58% anual) y los cambios en el esquema de subsidios otorgado por el gobierno y el desafío que imprimen las altas tasas de interés, son factores

que representan un gran reto. Por otro lado, el desarrollo urbano de las tierras del portafolio puede tardar varias décadas y, mientras tanto, éstas son improductivas, lo que representa un riesgo si se materializan las propuestas del gobierno en relación con cargar con mayores impuestos las tierras improductivas.

Ventas netas de vivienda nueva en Barranquilla (miles)



Fuente: Galería inmobiliaria

Riesgos regulatorios en varias líneas de negocio.

El gobierno ha adelantado cambios regulatorios con impacto negativo en varios de los negocios de Grupo Argos.

Por el lado de carreteras, a inicio de año se congelaron las tarifas de los peajes y, en el caso de las iniciativas privadas, a la fecha no se ha llegado a un acuerdo con el gobierno sobre el plan de compensación. Adicionalmente, cursan iniciativas en el congreso para reducir el número de peajes en Colombia y cada vez son más frecuentes las protestas de comunidades por los peajes.

En el negocio de energía, se llevó a cabo una primera negociación para disminuir el ritmo de incremento en las tarifas de energía en 2022, pero para el gobierno no fue suficiente y ha planteado posibles ajustes regulatorios para modificar las tarifas de energía, que podrían no solo impactar el negocio de distribución de Celsia, sino también el de generación, bien sea por menores ingresos o por mayores necesidades de capital de trabajo.

Elevada dependencia del negocio financiero:

Posterior a la transacción en la que Grupo Argos saldrá de su posición en Nutresa e incrementará su posición en Grupo Sura, el negocio financiero quedará representando el 38% del valor de Grupo Argos, y el 34% de las utilidades, lo que implica para Grupo Argos una elevada dependencia en sus cifras del desempeño de los negocios bancario, asegurador y pensional, lo que podría restarle atractivo a la acción para aquellos inversionistas que estén buscando un vehículo para exponerse al sector de infraestructura puntualmente.

Además, el negocio pensional ha perdido de forma importante su atractivo ante las continuas reformas que se proponen en la región y la disminución gradual de la tarifa de comisión de administración que se ha materializado en diferentes países.

> Grupo Argos

Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones con cerca de COP 51 billones en activos consolidados. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 49% en Cementos Argos, energético a través del 53% en la participación en Celsia e Infraestructura, a través de su participación de 99.8% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financiero a través de su participación en Grupo Sura.

Balance General Consolidado

| COP mil mm | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2024e |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Total Activos | 52,589 | 56,941 | 56,836 | 56,918 | 57,032 |
| Total Pasivos | 23,783 | 24,911 | 24,510 | 24,182 | 23,858 |
| Patrimonio | 18,456 | 21,051 | 21,246 | 21,515 | 21,803 |
| Interés Minoritario | 10,350 | 10,979 | 11,080 | 11,221 | 11,371 |
| Deuda Total/Patrimonio | 93% | 72% | 70% | 68% | 66% |
| Deuda Total/EBITDA | 4.0x | 2.8x | 2.7x | 3.4x | 3.3x |
| Deuda Neta/EBITDA | 3.4x | 2.6x | 2.3x | 3.0x | 3.0x |
| ROE | 3.2% | 4.2% | 3.5% | 4.1% | 4.2% |
| ROA | 1.1% | 1.5% | 1.3% | 1.5% | 1.6% |
| ROCE | 5.9% | 7.8% | 8.1% | 6.7% | 6.5% |

Estado de Resultados Consolidado

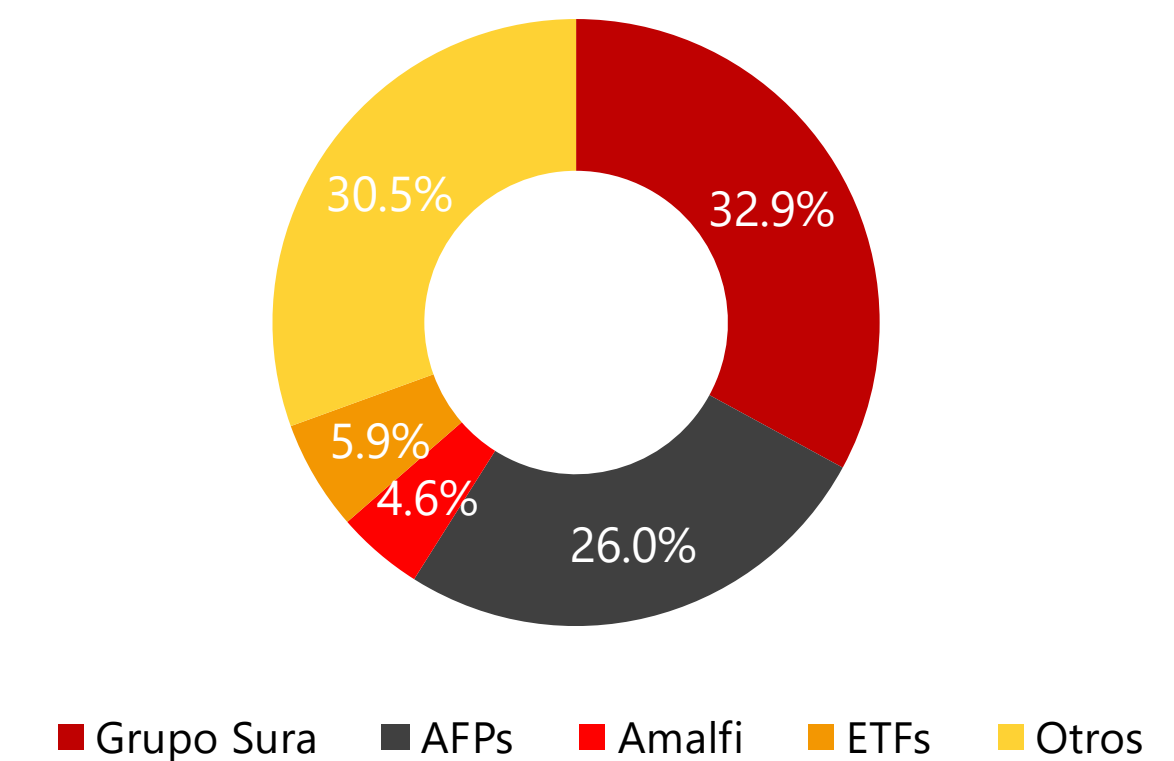
| COP mil mm | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos Operacionales | 16,309 | 22,642 | 22,271 | 15,369 | 14,338 |
| Costo de ventas | 11,848 | 17,111 | 16,020 | 10,232 | 9,393 |
| Utilidad Bruta | 4,461 | 5,531 | 6,251 | 5,136 | 4,945 |
| Gastos adm. y comercial. | 1,843 | 1,947 | 2,468 | 2,015 | 1,886 |
| Utilidad Operacional | 2,617 | 3,583 | 3,783 | 3,122 | 3,058 |
| Utilidad Neta | 590 | 881 | 740 | 873 | 919 |
| EBITDA | 4,336 | 5,314 | 5,511 | 4,368 | 4,378 |
| Margen Bruto | 27.4% | 24.4% | 28.1% | 33.4% | 34.5% |
| Margen Operacional | 16.0% | 15.8% | 17.0% | 20.3% | 21.3% |
| Margen EBITDA | 26.6% | 23.5% | 24.7% | 28.4% | 30.5% |
| Margen Neto | 3.6% | 3.9% | 3.3% | 5.7% | 6.4% |

> Grupo Argos

Ficha técnica

| Resumen | | | | | |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| COP mm | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
| Acciones en circulación (mm) | 857 | 869 | 869 | 855 | 855 |
| Cap. Bursátil | 11,915 | 8,777 | 7,708 | 7,588 | 7,588 |
| Precio (COP/Acción) | 13,900 | 10,100 | 8,870 | 8,870 | 8,870 |
| VL (COP/Acción) | 19,421 | 24,225 | 24,448 | 25,151 | 25,488 |
| UPA (COP/Acción) | -117 | 1,014 | 852 | 1,020 | 1,075 |
| Total Deuda | 17,562 | 15,097 | 14,853 | 14,655 | 14,458 |
| Deuda Neta | 14,861 | 13,667 | 12,634 | 13,123 | 13,029 |
| EV | 36,358 | 33,423 | 31,422 | 31,931 | 31,988 |
| EV/EBITDA | 10.9x | 6.3x | 5.7x | 7.3x | 7.3x |
| P/ML | 0.7x | 0.4x | 0.4x | 0.4x | 0.3x |
| P/U | N.A. | 10.0x | 10.4x | 8.7x | 8.3x |
| Retorno por dividendos | 2.7% | 5.0% | 6.5% | 7.2% | 7.7% |
| Dividendo por acción | 376 | 500 | 575 | 635 | 679 |

Composición accionaria Pro Forma



Fuente: Grupo Argos

> VALORACIÓN

Para estimar el valor de Grupo Argos, utilizamos la metodología de suma de partes así:

Utilizamos los Precios Objetivo de Cemargos y Celsia.

Ajustamos la valoración incorporando la materialización de la transacción acordada entre Grupo Sura y Grupo Argos con el grupo Gilinski y los inversionistas árabes. Como escenario base suponemos que para alcanzar la participación restante que deben entregar Grupo Sura y Grupo Argos de Nutresa (el 10.1%), se paga la mitad en especie y la mitad en efectivo. Por último, utilizamos el Valor Justo de Grupo Sura, teniendo en cuenta la representatividad del activo en el valor de Grupo Argos.

Valoramos Pactia mediante la metodología de Flujo de Caja de Operación Ajustado y de múltiplos de mercado.

Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2T23, con un descuento del 31.7% asociado a un costo adicional de iliquidez, planteado por Amihud y Mendelson.

Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando cada una de las concesiones, valoradas por flujos de caja descontados. Además, se descontó el valor presente de los gastos del holding y su deuda neta.

Descuento de holding del 4.5%, asociado al diferencial entre el costo del capital ponderado de las inversiones y el retorno sobre el capital invertido proyectado a 2024.

En el ejercicio de valoración se incluye la deuda neta del Holding y el valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke del 11%.

Resumen de la valoración

| SOTP | % Participación | Valor participación | Valor por acción | Peso en el portafolio |
|---------------------------------|-----------------|---------------------|------------------|-----------------------|
| Infraestructura | | 9,838,776 | 11,501 | 49.9% |
| Cemargos | 51% | 6,211,160 | 7,261 | 31.5% |
| Celsia | 53% | 2,661,893 | 3,112 | 13.5% |
| Odinsa | 100% | 965,722 | 1,129 | 4.9% |
| Portafolio | | 9,868,359 | 11,536 | 50.1% |
| Grupo Sura | 44% | 7,549,060 | 8,825 | 38.3% |
| Situm (NDU) | 100% | 1,378,263 | 1,611 | 7.0% |
| Pactia | 35% | 763,381 | 892 | 3.9% |
| Sator | 100% | 177,655 | 208 | 0.9% |
| Total negocios | | 19,707,134 | 23,037 | 100.0% |
| Gastos administrativos | | 1,732,148 | 2,025 | |
| Deuda Neta | | 1,452,784 | 1,698 | |
| Impacto OPA Nutresa + impuestos | | 455,215 | 532 | |
| Equity Value (SOTP) | | 16,066,987 | 18,782 | |
| Descuento holding | | 739,081 | 864 | |
| # Acciones en mm | 855.4 | | | |
| Valor Justo | 17,900 | | | |

Escenarios de valoración Grupo Argos incorporando transacción

| 10.1% de Nutresa en efectivo | | | | |
|---------------------------------|-----------------|---------------------|------------------|-----------------------|
| SOTP | % Participación | Valor participación | Valor por acción | Peso en el portafolio |
| Infraestructura | | 9,838,776 | 11,508 | 49.7% |
| Cemargos | 51% | 6,211,160 | 7,265 | 31.4% |
| Celsia | 53% | 2,661,893 | 3,114 | 13.4% |
| Odinsa | 100% | 965,722 | 1,130 | 4.9% |
| Portafolio | | 9,973,206 | 11,665 | 50.1% |
| Grupo Sura | 44% | 7,653,907 | 8,953 | 38.6% |
| Situm (NDU) | 100% | 1,378,263 | 1,612 | 7.0% |
| Pactia | 35% | 763,381 | 893 | 3.9% |
| Sator | 100% | 177,655 | 208 | 0.9% |
| Total negocios | | 19,811,982 | 23,174 | 100.0% |
| Gastos administrativos | | 1,732,148 | 2,026 | |
| Deuda Neta | | 1,452,784 | 1,699 | |
| Impacto OPA Nutresa + impuestos | | 705,430 | 825 | |
| Equity Value (SOTP) | | 15,921,620 | 18,623 | |
| Descuento holding | | 732,395 | 852 | |
| # Acciones en mm | 854.9 | | | |
| Valor Justo | 17,800 | | | |

| 10.1% de Nutresa en especie | | | | |
|---------------------------------|-----------------|---------------------|------------------|-----------------------|
| SOTP | % Participación | Valor participación | Valor por acción | Peso en el portafolio |
| Infraestructura | | 9,838,776 | 11,495 | 51.0% |
| Cemargos | 51% | 6,211,160 | 7,256 | 31.6% |
| Celsia | 53% | 2,661,893 | 3,110 | 13.6% |
| Odinsa | 100% | 965,722 | 1,128 | 4.9% |
| Portafolio | | 9,795,065 | 11,443 | 49.2% |
| Grupo Sura | 44% | 7,475,766 | 8,734 | 38.1% |
| Situm (NDU) | 100% | 1,378,263 | 1,610 | 7.0% |
| Pactia | 35% | 763,381 | 892 | 3.9% |
| Sator | 100% | 177,655 | 208 | 0.9% |
| Total negocios | | 19,633,841 | 22,938 | 100.0% |
| Gastos administrativos | | 1,732,148 | 2,024 | |
| Deuda Neta | | 1,452,784 | 1,697 | |
| Impacto OPA Nutresa + impuestos | | 205,000 | 239 | |
| Equity Value (SOTP) | | 16,243,909 | 18,978 | |
| Descuento holding | | 747,220 | 873 | |
| # Acciones en mm | 856.0 | | | |
| Valor Justo | 18,100 | | | |