

GRUPO NUTRESA

Oferta Pública de Adquisición por acciones de Grupo Nutresa

Julián Felipe Ausique C. - Equipo Corredores, Katherine Ortiz - Equipo Corredores / Noviembre 11 2021

Nutresa dio a conocer que la Superintendencia Financiera de Colombia recibió una solicitud de autorización para una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre una porción de las acciones ordinarias de Grupo Nutresa. El precio de compra por cada acción de Nutresa será de USD 7.71 (COP 29,879 a la TRM del 10 de noviembre), pagadero en efectivo y en pesos colombianos o en dólares. En este sentido, a partir del 11 de noviembre, se suspenderá la negociación bursátil de las acciones de Grupo Nutresa, hasta que se conozca el Aviso de Oferta. Conozca ¿qué pensamos?

ASPECTOS A DESTACAR

- > La Superintendencia recibió una solicitud de autorización de Oferta Pública de Adquisición - OPA -sobre las acciones ordinarias de Grupo Nutresa. La OPA se formula para adquirir una cantidad de acciones **mínima equivalente al 50.1%** y **una cantidad máxima equivalente al 62.625%**.
- > De acuerdo con el comunicado, el precio de compra por cada acción del emisor será de **USD 7.71, equivalente a COP 29,879** a la TRM del cierre del 10 de noviembre, pagadero en efectivo y en pesos colombianos o en dólares.
- > En este sentido, a partir del 11 de noviembre, se suspenderá la negociación bursátil de las acciones de Grupo Nutresa hasta tanto no se publique el Aviso de Oferta. En consecuencia, las órdenes vigentes y activas sobre esta especie serán eliminadas del sistema automáticamente y no se permitirá el ingreso de órdenes, ni la celebración de operaciones de contado sobre esta especie, mientras se encuentre vigente la medida de suspensión.
- > La transacción implica un monto total entre **COP 6.9 bn y COP 8.6 bn**, partiendo de un precio de la acción de COP 29,879 y la posible adquisición de una participación entre el 50.1% y el 62.625%.
- > El precio anunciado implica una prima frente al precio de cierre del 10 de noviembre de mercado del 37.4%.
- > Partiendo del precio ofertado y los resultados reportados al 3T21 por Nutresa, el múltiplo de la transacción es de **EV/EBITDA: 11.42x**.
- > **Adicionalmente, la Bolsa de Valores de Colombia anunció la radicación del proyecto de garantía para participar en la OPA por parte de NUGIL S.A.S., compañía del Grupo Gilinski, el cual es un conglomerado que controla compañías como el Banco GNB Sudameris y el Grupo Semana.**

¿QUÉ PENSAMOS?

En principio es importante considerar varios aspectos:

1. ¿Quién tiene actualmente el control de Grupo Nutresa?

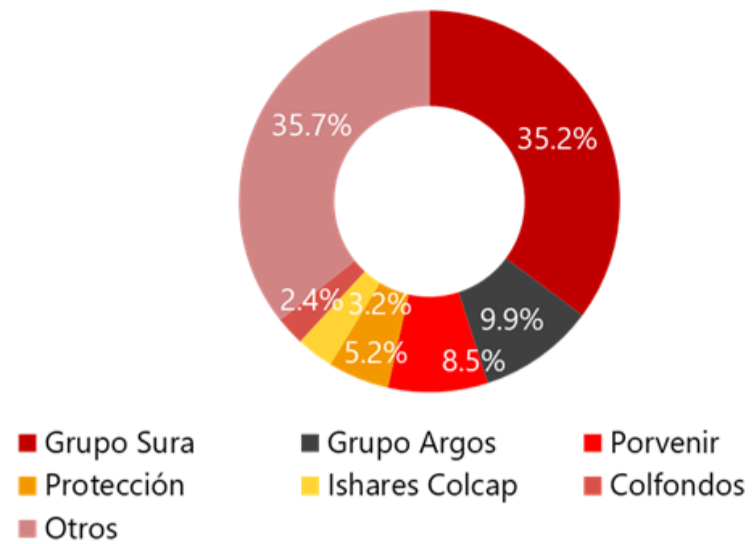
A junio de 2021, los accionistas mayoritarios de Grupo Nutresa son; i) **Grupo Sura** con una participación del 35.2%, ii) **Grupo Argos** con un 9.9%; iii) el fondo de pensiones Porvenir con un 8.5%; y, iv) el fondo de pensiones **Protección** con un 5.2%. Es decir, que **el Grupo Empresarial Antioqueño - GEA - controla Nutresa** con el 50.3% de las acciones en circulación. En este sentido, considerando que la OPA buscaría adquirir como mínimo el 50.1% de las acciones totales, será determinante la posición del GEA, dado que de su decisión de vender o no, dependerá el éxito de la OPA.

Factores a considerar que pueden influir en la decisión del GEA

2. ¿Quién es el GEA ?

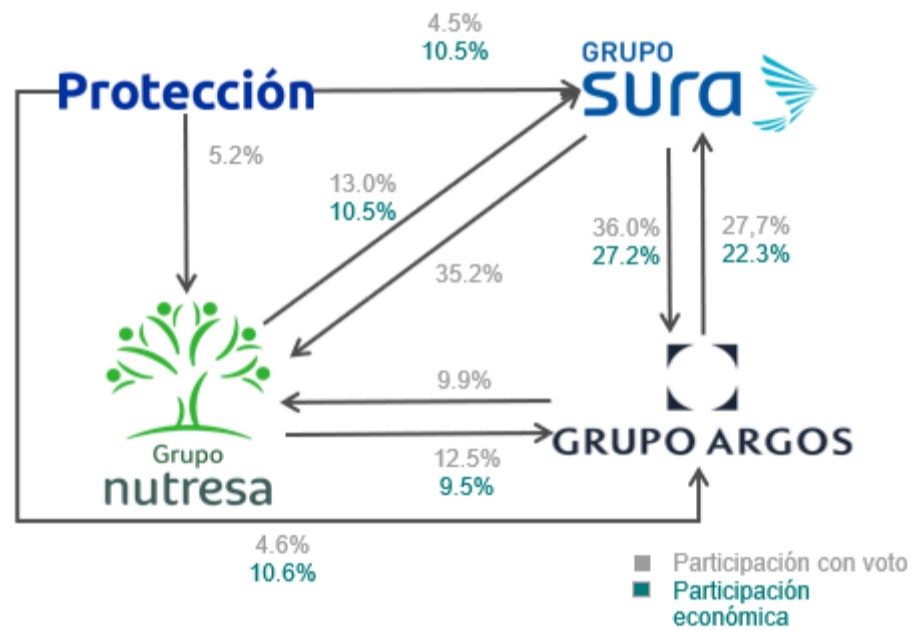
El GEA es un poderoso grupo de empresas colombianas originarias de la región de Antioquia, que a lo largo de su historia han desarrollado estrechos vínculos entre ellas, al compartir una filosofía y una cultura empresarial, además de tener nexos patrimoniales comunes. Hoy, estas compañías se agrupan alrededor de tres holdings (Grupo Sura, Grupo Argos y Grupo Nutresa) las cuales mantienen cruces accionarios entre sí y operan de manera independiente, cada una con un enfoque particular de negocios e inversiones. Vale la pena destacar que este Grupo surgió entre los años 70s y 80s; época en donde empresarios antioqueños veían con preocupación cómo 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 y se propusieron a evitarlo. (ver anexo al final)

Composición accionaria*



Fuente: Fuente: SFC | *Información al 30 de Junio del 2021.

Participación cruzada de Nutresa y otras compañías del GEA (a junio de 2021)



Fuente: Emisores | SFC | Estimaciones: Davivienda Corredores La participación económica corresponde a la participación en el total de acciones, incluyendo acciones preferenciales ** La participación de Grupo Argos en Grupo Sura no incluye la participación de la Fundación Grupo Argos del 2.3% de las acciones ordinarias.

En este sentido es importante tener en cuenta que esta transacción tiene implicaciones que van más allá de la simple decisión de venta de uno de los negocios. Actualmente el 22% del valor de Nutresa está representado por el portafolio de acciones que la compañía posee en Grupo Argos (82.3 mm de acciones) y en Grupo Sura (61.0 mm de acciones), que a precio de mercado está valorado en COP 2.2bn. Este enroque es el que permite que el Grupo entre sí mantenga el control de los activos, por lo que sí se materializa la OPA, el control de Grupo Argos y Grupo Sura podría quedar a la deriva, lo que se prestaría para que otros inversionistas puedan hacer lo mismo y mediante una o varias OPAs conseguir el control de estas compañías. Esto se daría más aún si el comprador decidiera que su interés está orientado exclusivamente al negocio de Alimentos y desinvertiera las acciones del portafolio. En otras palabras el enroque y el GEA, como se conoce hoy en día, podrían desaparecer.

3. ¿Quiénes toman la decisión?

Actualmente las Juntas Directivas de Grupo Sura, Grupo Argos y Protección están integradas mayoritariamente por miembros independientes, quienes tienen la responsabilidad de evaluar desde el punto de vista de la generación y maximización de valor, cuál es la mejor decisión. En caso de que decidieran no vender es posible que se genere un gran inconformismo por parte de los accionistas minoritarios al no poder materializar una venta a un precio ampliamente superior al precio de mercado. Adicionalmente, en caso que Protección no acepte, se podría cuestionar su papel en el GEA versus su deber fiduciario de ofrecer las más altas rentabilidades a sus afiliados.

Miembros Junta Directiva		
Protección	Grupo Sura	Grupo Argos
Carlos Velásquez	Jaime Bermúdez	Rosario Córdoba
Juan Camilo Osorio	Sergio Michelsen	Gonzalo Pérez
Luis Carlos Arango	María Uribe	Carlos Ignacio Gallego
Óscar Zuluaga	Lina Echeverri	Claudia Betancourt
Rodrigo Velásquez	Alejandro Piedrahita	Ana Cristina Arango
Sol Arango	Carlos Ignacio Gallego	Armando Montenegro
Tatyana Aristizábal	Jorge Mario Velásquez	Jorge Uribe

Fuente: Emisores | Rojo corresponde a miembros Independientes.

4. La Oferta

Como se mencionó anteriormente el Precio de la OPA (COP 29,879) se situaría un 37% por encima del precio de mercado, lo que refleja la subvaloración actual del activo. Vale la pena destacar que nuestro Precio Objetivo es de COP 30,100/acción 2022FA, por lo que el precio de la oferta no parece estar reflejando una prima de control, además de que el múltiplo de la oferta (11x EV/EBITDA) se encuentra por debajo de las transacciones promedio comparables del sector en Latam (14x).

5. La decisión

De momento no conocemos las intenciones que pueda tener Grupo Sura, Grupo Argos y Protección, sus Juntas Directivas y sus principales Accionistas frente a esta oferta, **pero es importante resaltar que cualquier decisión que tomen deberá ser sustentada con claros y contundentes argumentos, desde una perspectiva financiera y de rentabilidad.**

6. ¿Qué implica esto para Grupo Sura y Grupo Argos?

Es importante abordar el impacto de una posible transacción desde diferentes perspectivas:

- > **Estimación de valor:** Dado que Nutresa no es una inversión estratégica sino de portafolio para Grupo Argos y Grupo Sura, actualmente para la estimación de valor justo de estas compañías incorporamos la participación en Nutresa a precios de mercado (promedios 12 meses), por lo cual, en un escenario hipotético en que Argos y Sura decidieran aceptar la oferta, el impacto en Precios Objetivo sería de +COP 400 para la acción de Grupo Argos y +COP 2,100 para la acción de Grupo Sura.
- > **Estratégico:** Si bien las participaciones cruzadas (*keiretsu*) del GEA tienen un propósito de protección del control de las compañías, dado que Nutresa no es una inversión estratégica, una desinversión, a precios adecuados, podría representar una oportunidad para Grupo Argos y Grupo Sura, mediante el redireccionamiento de los recursos de la venta hacia el fortalecimiento de sus negocios estratégicos, la entrega de dividendos extraordinarios o el desapalancamiento, buscando la maximización de los beneficios de los *stakeholders*, lo cual es un propósito superior de las Juntas Directivas de cualquier compañía. En este sentido y considerando que para Argos y Sura el peso de las inversiones de portafolio (como Nutresa) actualmente limita la rentabilización de las operaciones consolidadas, estratégicamente podría ser razonable el participar en la OPA.
- > **Simplicidad:** Uno de los factores que consideramos que mayor dificultad puede generar para algunos inversionistas, particularmente extranjeros, al momento de invertir en compañías como Grupo Sura y Grupo Argos, es el entendimiento de las participaciones cruzadas entre compañías, por lo cual, un proceso exitoso de OPA podría dar pie a que la estructura del GEA gane simplicidad y esto facilite el análisis de las compañías del Grupo.
- > **Mercado:** Como lo mencionamos anteriormente, el efecto resultante de un cambio de controlante en Nutresa, también puede llevar a que el nuevo dueño eventualmente decida desinvertir las participaciones que actualmente Nutresa tiene en Grupo Argos (82.3 mm de acciones) y Grupo Sura (61.0 mm de acciones), y que dicho *offer* resulte en fuertes presiones en los precios de estos emisores. Además, en este escenario, si el GEA perdiera el control sobre estas compañías, la probabilidad de ocurrencia de transacciones de fusiones o adquisiciones (M&A) aumentaría considerablemente.
- > **Recomendación:** Considerando que el éxito de la transacción es incierto y el impacto dependería de factores como los porcentajes desinvertidos, este anuncio no resulta en cambios en nuestras recomendaciones sobre Grupo Sura (Subponderar) y Grupo Argos (Neutral).

Finalmente, será importante monitorear los pronunciamientos de Grupo Sura y Grupo Argos, y los argumentos que soporten el racional detrás de su decisión, con lo cual buscaremos ampliar la información que conocemos de momento.

Anexo. Historia del GEA

El inicio de lo que hoy conocemos como el Grupo Empresarial Antioqueño se dio entre los años 70s y 80s; época en donde empresarios antioqueños veían con preocupación cómo 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. En marzo de 1978, tras la compra de Coltejer por Carlos Ardilla Lulle, se promovió una reunión con dirigentes antioqueños por invitación de los líderes empresariales Santiago Mejía Olarte y Ricardo Villa Ángel, con el objetivo de tomar las acciones necesarias para la defensa del patrimonio antioqueño. En la reunión que tuvo lugar el 28 de marzo de 1978 en las oficinas de Proantioquia, y a la que asistieron 12 importantes industriales de la región, se gestó y posteriormente tomó forma un movimiento de defensa del patrimonio y los intereses de Antioquia.

Tras la creación de lo que un grupo de periodistas denominó como "el sindicato antioqueño", se da inicio a la configuración de capital para comprar acciones, no solo de Argos, Chocolates y Suramericana, sino también de participaciones en Cine Colombia, Colseguros, Bavaria y otras empresas, para tener margen de maniobra a la hora de negociar en el futuro. Así mismo, se da inicio a la retoma de la participación del 34% en Nacional de Chocolates y una participación pequeña en Noel, que en el futuro serían los pilares de Grupo Nutresa. Para este propósito se decidió evaluar la rentabilidad de los activos controlados por el GEA y aquellos que no fueran prometedores serían intercambiados por la participación que el capitalino tenía en estas dos 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.

Departamento de Investigaciones Económicas y Estrategia Corredores Davivienda

Gerente:
José German Cristancho
jcristancho@corredores.com

Líder Acciones:
Katherine Ortiz
kortiz@corredores.com

Analista Senior Acciones:
Rodrigo Sánchez
wsanchez@corredores.com

Analista Cuantitativo y Monedas:
Sergio Taborda
staborda@corredores.com

Analista Acciones:
Nicolas Erazo
nerazo@corredores.com

Analista Acciones:
Julian Ausique
jausique@corredores.com

Analista Renta Fija:
Camilo Rincon
jcrincon@corredores.com

Analista Junior Renta Fija:
Juan Pablo Vega
jvega@corredores.com

Estudiantes en Práctica:
Natalia Moncayo

Teléfono: (571) 312 3300 | **Dirección:** Carrera 7 No. 71 - 52 Piso 16

Consulte nuestros informes en: <https://www.vision.davivienda.com>

Bloomberg: DEEE<GO>/DAVI<GO>

Para nosotros es importante conocer sus comentarios; si tiene alguno, por favor remítalo a:
vision@davivienda.com

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa no se hace responsable por la toma de decisiones de inversión que se deriven de la información y de los análisis presentados en este documento. Dichas decisiones, sus efectos y consecuencias serán de exclusiva responsabilidad del inversionista. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero Corredores Davivienda S.A. no garantiza que los mismos estén libres de errores. El Inversionista entiende y acepta que las recomendaciones, asesoría o sugerencia incluidas son realizadas por parte de Corredores Davivienda S.A. y que Banco Davivienda S.A., en nada ha participado dentro del presente documento, sin perjuicio que tenga otros documentos publicados en la misma página web.

No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Corredores Davivienda S.A. En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda; ii) Corredores Davivienda es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar iii) Corredores Davivienda conforme a sus políticas de Riesgo y de Inversiones, podría adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación.

VISION
