

Nombre de la compañía

Promigas S.A. ESP
BVC/PROMIGAS

Primera cobertura

Fecha de valoración: octubre 31 de 2015

Recomendación: VENDER

Precio de la acción y valor del COLCAP

Precio de la acción: COP \$5.200

Valor COLCAP: COP \$1.218,13

Valor COLIR: COP \$721,92

¿Por qué vender? Debido a su plan expansionista, Promigas está comprometiendo altos recursos en capital de trabajo neto operativo e inversiones en CAPEX.

Potencial de desvalorización en el corto plazo: -25%

Entorno macroeconómico: desaceleración del crecimiento económico debido a devaluación del peso frente al dólar y a caída del precio del petróleo.

Precio objetivo al cierre de 2015: COP \$3.920

Precio objetivo diciembre 2016: COP \$3.800

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

INDICADOR	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
EBITDA	217.419	240.762	263.455	279.528	293.091
NOPLAT - UODI	210.567	225.626	236.312	247.734	262.435
WACC	4,90%	4,67%	4,47%	4,52%	4,46%
FCL	(84.086)	120.019	137.641	188.316	219.634
ROE	14,98%	15,96%	16,59%	16,79%	18,61%
ROA	7,55%	7,79%	7,84%	7,70%	8,48%
ROIC	34,59%	24,98%	23,42%	22,37%	22,49%
IR Reinvestment rate	139,93%	46,81%	41,75%	23,98%	16,31%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP \$ 5.901.209.823.600 en USD \$ 2.036.423.746 (oct 31/2015).

Acciones en circulación: 1.134.848.043.

Volumen promedio diario (últimos 6 meses): 853,2 millones de pesos.

Bursatilidad: baja.

Participación COLCAP: 0,0% *COLIR:* 1,17%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia.

Beta: 1,14

Rango último año: COP 5.400 – 4.800.

Apreciación global de la compañía

Localización: Barranquilla – Atlántico.

Industria: Sector Gas - Empresa de servicios públicos.

Descripción: compañía colombiana de carácter privado, vigilada por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios y la Superfinanciera.

Productos y servicios: su objeto social es la compra, venta, transporte y distribución de gas natural.

Sitio web de la compañía: www.promigas.com.co

Analistas:

Marisol Sánchez Sanabria
Nelson Velásquez Rodríguez

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Precio de la acción



Fuente: Bloomberg.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

De acuerdo con los resultados obtenidos en el modelo de valoración desarrollado para Promigas, se evidencia una desvalorización del 25% en el precio de la acción en el corto plazo. Si bien es cierto que en el último año los precios de la acción de Promigas no han mostrado altos índices de volatilidad, aspectos macroeconómicos relacionados con el precio del petróleo, la desaceleración del crecimiento económico de Colombia y de algunos países de la región, además de recientes informes que alertan sobre la posible crisis que puede enfrentar el país en los próximos años en temas relacionados con el abastecimiento de gas natural debido al agotamiento de la reservas, son factores relevantes que se tuvieron en cuenta en la evaluación financiera de la compañía para los próximos cinco años.

Promigas actualmente adelanta investigaciones y desarrolla importantes proyectos, con los que busca garantizar la infraestructura adecuada que permita aumentar la capacidad del sistema de transporte y disponibilidad de gas en el país, razón por la cual ha tenido que realizar grandes inversiones en CAPEX, apalancándose principalmente con deuda financiera y emisión de bonos.

Consideramos que la alta demanda de recursos afectará negativamente los flujos de caja de la compañía en el mediano plazo. Por esta razón, y en función de los resultados obtenidos en el modelo, la recomendación es VENDER.

TESIS DE INVERSIÓN

Promigas posee amplios proyectos de inversión, razón por la cual el alto crecimiento del mercado obliga a la compañía a comprometer altos recursos en capital de trabajo neto operativo y activos fijos, algunos de ellos destinados a la adquisición o fusión de nuevos negocios como parte de su estrategia expansionista. Esto teniendo en cuenta que en los próximos años continuará expandiendo sus operaciones en diferentes países, como Perú, México y República Dominicana, replicando en ellos su modelo de negocios inclusivos¹.

Sin embargo, y a pesar de lo que Promigas representa en el desarrollo de la región, sus resultados históricos, su trayectoria, sus planes futuros, su estrategia expansionista, su constante adaptación al cambio y el desarrollo de la valoración por la metodología del flujo de caja libre descontado (FCLD) muestran que la acción está sobrevalorada y refleja un potencial de desvalorización de 25%, como se aprecia en la tabla 1.

El comportamiento del precio de la acción de Promigas posterior a la capitalización de la revalorización del patrimonio en marzo de 2013, por valor de \$100.000 millones de pesos, ha estado en promedio por el orden de los \$5.194, con un máximo de \$5.890 y un mínimo de \$4.500, y con una desviación porcentual entre -13,4% y 13,4%.

VALORACIÓN

La valoración se realizó a través de la metodología del flujo de caja libre descontado, debido a que Promigas es una empresa generadora de atractivos flujos de fondos, cuyos resultados en promedio para el período explícito reflejan un incremento del EBITDA en un 71,05%, y un crecimiento en CAPEX del 73,4%.

Los supuestos para el ejercicio de la valoración de Promigas S.A. son los siguientes:

- Período relevante o explícito: cinco años (2015-2019).
- El año 2020 se considera como el primer año de perpetuidad.
- Tasa de descuento: costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés).

Tabla 1. Resumen valoración por FCLD

Market Cap (en millones COP)	5.901.210
Patrimonio (millones COP)	1.714.899
Número de acciones en circulación	1.134.848.043
Valor patrimonial por acción	1.511
Resultados del ejercicio (millones COP)	162.933
Precio de la acción	5.200
Resultado de la valoración	4.447.095
Valor patrimonial por acción (FCLD)	3.919
Potencial de valorización	-25%

Fuente: elaboración propia.

Como se puede apreciar en la tabla 1, la variación de los resultados obtenidos por la metodología del flujo de caja descontado en relación con su capitalización bursátil es de -25%.

¹ *Los negocios inclusivos son iniciativas empresariales económicamente rentables, ambiental y socialmente responsables, que buscan reducir la pobreza y generar mayor acceso a oportunidades, mediante la incorporación en la dinámica económica de aquellas poblaciones de bajos ingresos.*

Promigas tiene planes de expansión e inversión muy significativos en relación con sus activos totales para los próximos años, los cuales serán financiados mediante la emisión de deuda por un monto 1,2 billones de pesos. Del monto total emitido, se destinará entre el 65% y el 75% de los recursos para la financiación de las inversiones, y el saldo para la sustitución de las obligaciones financieras de la compañía y sus compañías filiales (Promigas 2015a). Con base en esta información, se elaboró la estructura financiera para el cálculo del WACC, teniendo en cuenta las variables presentadas en la tabla 2.

Tabla 2. Estimación del WACC

ESTRUCTURA DE CAPITAL	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Deuda en pesos	1.515.520	1.702.654	1.896.617	2.100.780	2.262.125
Patrimonio	1.834.448	1.916.226	1.997.832	2.077.398	2.204.281
Deuda/(Deuda+Patrimonio)	45%	47%	49%	50%	51%
Patrimonio/(Deuda+Patrimonio)	55%	53%	51%	50%	49%
Deuda/Patrimonio	83%	89%	95%	101%	103%

WACC	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Tasa Impositiva	39%	40%	42%	43%	43%
Riesgo país en COP - Fuente: JPMorgan	2,17%	2,17%	2,17%	2,17%	2,17%
Beta desapalancado - Fuente: Damodaran	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Tasa libre de riesgo (Rf) Bonos del tesoro EE.UU 10 años	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%	2,31%
Beta apalancado $BUL*(1+D/E*(1-T_x))$	1,130	1,152	1,165	1,184	1,191
Rendimientos S&P500	5,44%	5,44%	5,44%	5,44%	5,44%
Inflación en Colombia	3,40%	3,10%	2,90%	3,10%	3,00%
Inflación en EEUU - Fuente: CEFP USA y Banco Mundial	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Devaluación (Diferencial inflación COP/USA)	1,37%	1,07%	0,88%	1,07%	0,98%
K_e USD	6,90%	6,99%	7,04%	7,12%	7,15%
$K_e (+)$ EMBI USD	9,07%	9,16%	9,21%	9,29%	9,32%
K_e en \$ constantes	6,93%	7,01%	7,06%	7,14%	7,17%
K_e COP \$ corrientes	10,56%	10,33%	10,17%	10,46%	10,38%
K_d (\$) real de la Empresa	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%	6,04%
WACC(+)$R(p)$	7,45%	7,17%	6,92%	6,93%	6,87%

Fuente: elaboración propia.

Como resultado de la valoración por FCLD, se obtuvo un valor total de la empresa por \$4.447.095 de pesos, valor que se comparó con la metodología del valor económico agregado (EVA, por sus siglas en inglés). Se tomó entonces el mismo valor terminal, se le detrajo el capital invertido neto final y se le agregó el valor presente del EVA generado para cada período proyectado y el capital invertido neto inicial, lo que arrojó un precio por acción de \$3.919 pesos.

Empleando otros métodos de valoración basados en múltiplos, el resultado obtenido anteriormente se contrastó con los de compañías comparables, y así se obtuvieron los resultados expuestos en la tabla 3.

Tabla 3. Múltiplos de empresas comparables en la industria del gas

Compañía	País	PER	P/VLIBRO	EV/EBITDA
Promigas S.A. E.S.P.	Colombia	15,32x	3,29x	11,62x
Gas Natural S.A. E.S.P.	Colombia	17,20x	3,55x	18,58x
Vectren Corp	EEUU	17,25x	2,29x	8,86x
Piedmont Natural Gas Co	EEUU	31,66x	3,23x	13,43x
WGL Holdings INC	EEUU	29,54x	2,44x	9,65x
New Jersey Resources Corp	EEUU	23,87x	2,41x	12,85x
Southwest Gas Corp	EEUU	21,30x	1,86x	8,04x
South Jersey Industries	EEUU	20,67x	1,87x	12,35x
Northwest Natural Gas Co	EEUU	22,00x	1,68x	10,51x
	Mínimo	17,20x	1,68x	8,04x
	Promedio	22,94x	2,42x	11,78x
	Máximo	31,66x	3,55x	18,58x
	S&P	18,26x	2,83x	11,55x

Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg y Superfinanciera.

De acuerdo con los resultados de la tabla 3, la relación entre el valor y los beneficios (PER, por sus siglas en inglés) nos indica que, en promedio, el mercado está pagando por acción 22,94 veces el beneficio neto obtenido por las empresas del sector, mientras que Promigas está pagando 14,90 veces su beneficio neto por acción.

Otros múltiplos empleados en el análisis de proyección del precio de la acción, como EV/EBITDA y precio/valor en libros, nos permiten concluir que la compañía está sobrevalorada respecto al precio en el mercado (ver tabla 4).

Tabla 4. Valoración por múltiplos comparables

Valor acción por comparables PER	Promigas	Mínimo	Media	Máximo
Utilidad neta estimada por acción	242	242	242	242
Múltiplo PER de comparables	15,32x	17,20x	22,94x	31,66x
Valor accion Promigas por múltiplo PER	3.710	4.166	5.555	7.667
Valor accion por comparables Precio/ valor en libros	Promigas	Mínimo	Media	Máximo
Valor intrínseco estimado por accion	1.616	1.616	1.616	1.616
Múltiplo P/VL de comparables	3,29x	1,68x	2,42x	3,55x
Valor Accion Promigas por múltiplo Precio/ VL	5.318	2.719	3.907	5.746
Valor accion por comparables EV/EBITDA	Promigas	Mínimo	Media	Maximo
Ebitda	217.419	217.419	217.419	217.419
Enterprise value Promigas	2.526.408	1.748.048	2.562.002	4.040.100
Deuda financiera neta	215.520	215.520	215.520	215.520
Equity value Promigas	2.310.888	1.532.529	2.346.483	3.824.581
Acciones en circulacion	1.134.848.043	1.134.848.043	1.134.848.043	1.134.848.043
Múltiplo EV/EBITDA de comparables	11,62x	8,04x	11,78x	18,58x
Valor accion Promigas por múltiplo EV/EBITDA	2.036	1.350	2.068	3.370

Fuente: elaboración propia

Análisis de sensibilidad del valor de la empresa y el precio de la acción ante cambios en el WACC y crecimiento “G”

Los escenarios de la tabla 5 muestran las variaciones del valor de la empresa utilizando la metodología del flujo de caja descontado, ante cambios en el G y cambios en el WACC entre diferentes sectores como los de distribución de aceite y de gas, servicios integrados y el WACC terminal.

Tabla 5. Sensibilidades WACC vs G

		TABLA DE SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA EMPRESA				
		G				
		1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
WACC	4,46%	2.977.096	3.561.101	<u>4.447.095</u>	5.950.991	6.014.694
	7,00%	2.917.872	3.474.585	4.309.654	5.701.436	5.759.689
	8,68%	2.343.112	2.673.771	3.120.859	3.759.011	3.783.233
	10,45%	1.959.203	2.175.249	2.449.319	2.808.415	2.821.364
	13,00%	1.604.134	1.737.755	1.898.099	2.094.076	2.100.864

		TABLA DE SENSIBILIDAD DEL VALOR DE LA ACCIÓN				
		G				
		1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	5,00%
WACC	4,46%	2.623	3.138	<u>3.919</u>	5.244	5.300
	7,00%	2.571	3.062	3.798	5.024	5.075
	8,68%	2.065	2.356	2.750	3.312	3.334
	10,45%	1.726	1.917	2.158	2.475	2.486
	13,00%	1.414	1.531	1.673	1.845	1.851

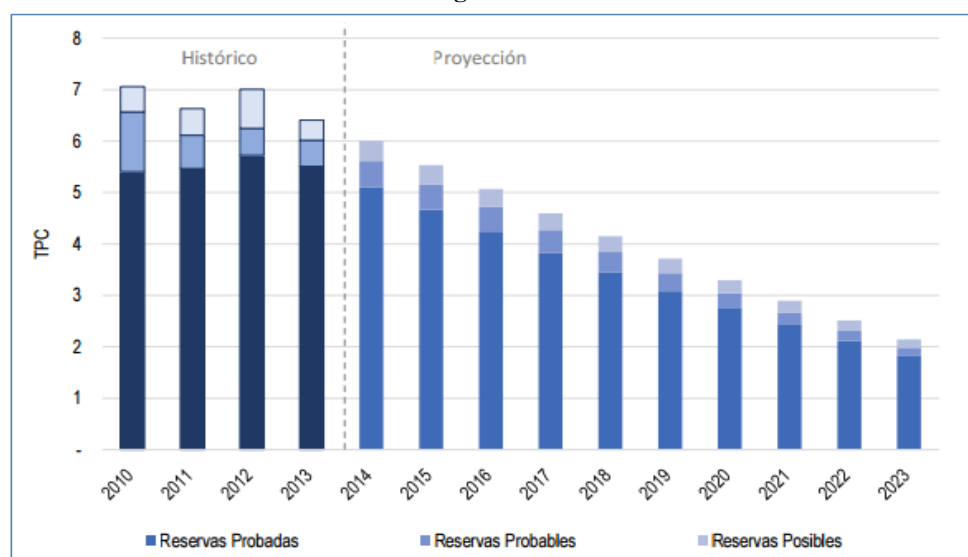
Fuente: elaboración propia.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia, el gas natural es considerado una de las principales fuentes de energía del país. Durante 2014, esta industria mantuvo su participación del 25% como proveedora de energía primaria. Para atender la demanda de gas en 2014, las compañías productoras, transportadoras y distribuidoras de gas invirtieron más de \$336.000 millones de pesos. Durante este mismo año, se produjeron 1177 giga pies de unidades térmicas (GBTUD), provenientes principalmente de los campos de Chuchupa-Ballena, en la Guajira, y Cusiana-Cupiaga, en los Llanos Orientales (Naturgas, 2015).

De acuerdo con el último informe realizado por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME): “Balance de Gas Natural en Colombia 2015-2023”, donde se analizan diversos escenarios de proyecciones tanto de oferta como de demanda del gas natural, se concluye que el mayor desafío que afronta la industria es poder mantener el nivel adecuado de producción, para satisfacer la creciente demanda. En la gráfica 2 podemos observar que el volumen de reservas ha disminuido notablemente en los últimos años; además, existe una baja probabilidad para el hallazgo de nuevas reservas, y el descubrimiento de las mismas puede verse retrasado como consecuencia del actual precio del petróleo (UPME, 2015a).

Gráfica 2. Evolución de las reservas de gas natural en Colombia



Fuente: UPME (2015a).

Con el ánimo de mitigar en el mediano plazo las consecuencias del fenómeno de El Niño, en 2013 la Comisión de Regulación de Energía y Gas autorizó la construcción de una planta regasificadora en la ciudad de Cartagena. Se espera que dicha planta entre en funcionamiento a finales de 2016, con una capacidad de almacenamiento de 170 mil metros cúbicos de gas licuado importado, y con una producción estimada de 400 millones de pies cúbicos diarios de gas natural.

De acuerdo con declaraciones recientes del presidente de la Asociación Colombiana de Gas Natural, la Drummond, compañía multinacional que se dedica a la explotación y procesamiento de carbón, ha estado tramitando una licencia ambiental para iniciar la producción de gas metano asociado con el carbón. Además, la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) ha estado gestionando la firma de contratos con importantes compañías extranjeras, para la exploración de nuevos pozos de petróleo y gas natural; esto como medidas alternativas para poder garantizar el abastecimiento del gas en el mercado interno (El Tiempo, 2015).

La CREG es la entidad que se encarga de reglamentar, a través de normas jurídicas, el comportamiento de usuarios y empresas para asegurar la adecuada y eficiente prestación del servicio. Al mismo tiempo, la Superintendencia de Servicio Públicos Domiciliarios es la encargada de controlar y vigilar a los agentes prestadores de servicios y de sancionar el incumplimiento del marco normativo. Con el ánimo de brindar transparencia y estandarización a las operaciones de precio por oferta y demanda, la CREG, mediante la Resolución 094 de 2014, seleccionó a la Bolsa Mercantil de Colombia como gestor del mercado del gas (Bolsa Mercantil de Colombia, 2015). Dicho gestor inició con esta labor en enero de 2015.

En la gráfica 3 podemos observar cómo está compuesta la estructura del sector. En ella encontramos: las entidades que se encargan de crear las políticas, los organismos que las regulan, las entidades que ejercen el control y vigilancia y los diferentes agentes y usuarios que hacen parte del mercado. (CREG, 2015a)

Gráfica 3. Estructura del sector gas en Colombia

Política	MINISTERIO DE MINAS Y ENERGÍA	Presidencia de la República
Regulación	COMISIÓN DE REGULACIÓN DE ENERGÍA Y GAS - CREG -	Ministros Planeación Nacional Comisionados
Mercado	USUARIOS Y AGENTES	Bolsa Mercantil de Colombia Gestor del mercado
Supervisión y Control	SUPERINTENDENCIA DE SERVICIOS PÚBLICOS Y DOMICILIARIOS	Presidencia de la República

Fuente: CREG (2015a).

Las actividades relacionadas con la cadena de valor de la industria del gas son las siguientes:

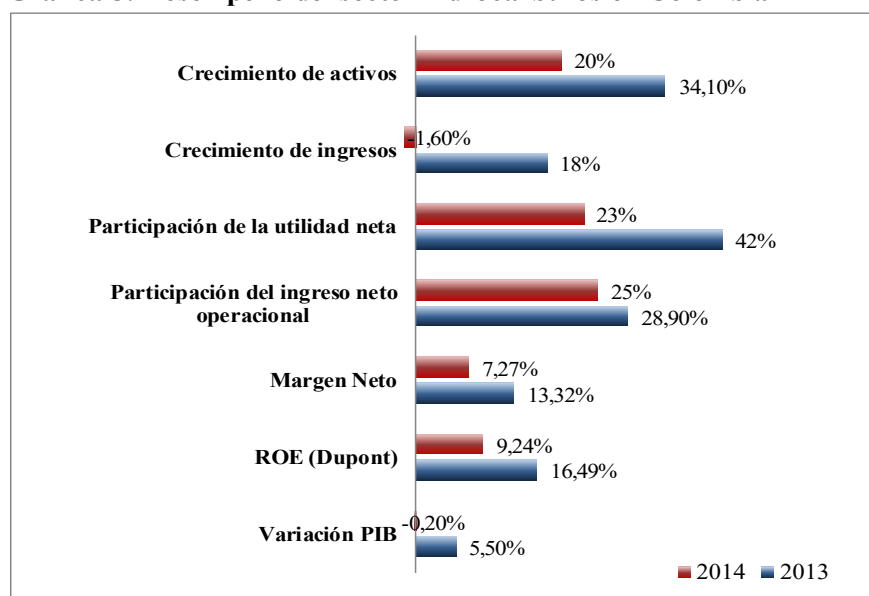
Gráfica 4. Cadena de valor de la industria del gas



Fuente: Galp Energía (2015)

Para 2014, el PIB de Colombia creció un 4,6%, algo positivo si lo comparamos con el crecimiento de países como México y Chile, que alcanzaron un 2%; Brasil solo obtuvo un crecimiento del 0,2%; y países como Argentina y Venezuela presentaron unos decrecimientos de -0,6% y -3,1%, respectivamente. Sin embargo, a pesar de los favorables resultados de la economía colombiana, el panorama del sector hidrocarburos fue distinto, al tener un decrecimiento del 0,2%. La participación del sector hidrocarburos en el ingreso operacional del mercado es del 25%, y del 23% en la utilidad neta (ver gráfica 5).

Gráfica 5. Desempeño del sector hidrocarburos en Colombia



Fuente: elaboración propia con datos de la Supersociedades (2015a, 2015b).

En la tabla 6, podemos observar el comportamiento de la industria del gas en 2013 y 2014, y el desempeño de Colombia frente a los demás países del mundo. El R/P Ratio nos indica el número de años que le quedan a las reservas remanentes, si consideramos una producción similar a la de 2014.

Tabla 6. Estadísticas de la industria del gas

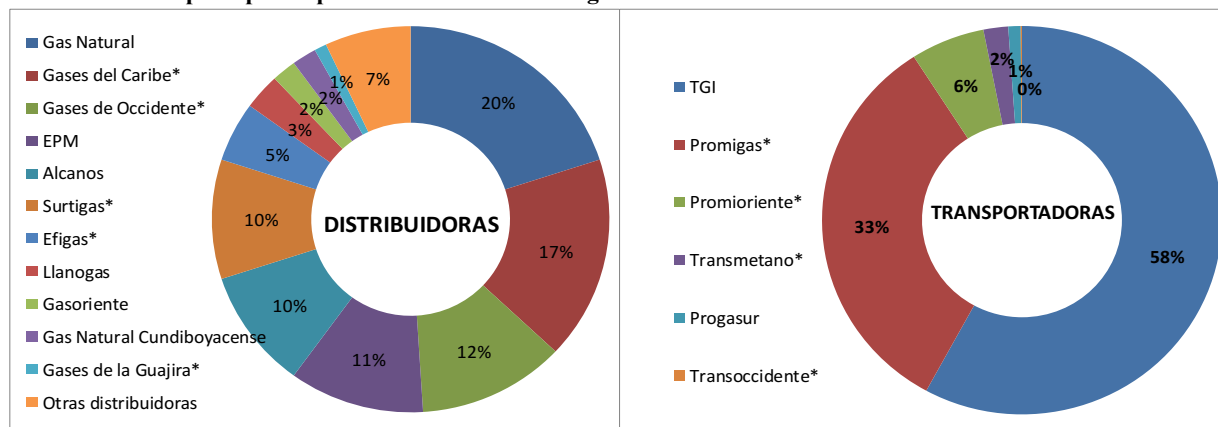
	Un Vol.	Mundo		Centro y Sur America		Colombia	
		2.013	2.014	2.013	2.014	2.013	2.014
Reservas probadas	Tpc	6.585,92	6.606,40	270,22	270,60	5,73	5,70
Producción	Bmc	3.408,80	3.460,60	173,30	175,00	12,60	11,80
Consumo	Bmc	3.381,00	3.393,00	168,40	170,10	10,00	10,90
R/P Ratio	Años		54,06		43,80		13,70

Fuente: BP Statistical Review of World Energy 2015.

En la gráfica 6, podemos visualizar por tamaño de activos al cierre de 2014, los principales participantes de las actividades midstream² de la industria del gas en Colombia. Promigas y su portafolio participan con el 45% del total de las compañías distribuidoras y un 41% de las compañías transportadoras.

² Las actividades midstream en el sector hidrocarburos, corresponden al transporte, almacenamiento y comercialización al por mayor.

Gráfica 6. Principales participantes de la industria del gas



Fuente: Promigas (2015d).

La CREG, mediante la Resolución 089 de 2013, estableció los criterios generales para remunerar las actividades de distribución y comercialización de gas, así como las fórmulas con las que se establecen periódicamente las tarifas del servicio público de gas domiciliario. En términos generales, las principales causas de las variaciones de los precios y tarifas en la industria del gas están originadas por factores como el costo, el origen y la trayectoria del gas, la tasa representativa del mercado, las condiciones económicas de los contratos de compra y transporte de los comercializadores, y por la variación de indicadores económicos como el índice de precios al consumidor (IPC) y el índice de precios del productor (IPP). (UPME, 2015c)

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura

Promigas SA ESP es una empresa privada, vigilada por la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios y por la Superintendencia Financiera de Colombia. Es una de las empresas privadas más antiguas en el sector de gas natural en América Latina. Desde el inicio de sus operaciones, hace 40 años, ha tenido un papel activo e importante en el proceso de masificación de este combustible en Colombia.

Esta compañía desarrolla mercados de energía en Colombia y en Latinoamérica; los desarrolla tanto directamente como a través de su portafolio de negocios, conformado por empresas de transporte y distribución de gas natural, distribución y comercialización de energía eléctrica y soluciones integradas para la industria y la generación de energía.

En Colombia la industria del gas es relativamente joven: inicia en la década de los 70, con el descubrimiento de los campos en la Guajira, en 1973. A partir de este momento, se empieza a mover el que sería uno de los principales motores de desarrollo de la economía del país. El gobierno nacional, en cabeza del presidente López Michelsen, emite el Decreto 2310 de 1974, de emergencia económica, como medida para incentivar la producción de hidrocarburos y mitigar la crisis que estaba afrontando el país en materia cambiaria y energética, debido al agotamiento de las reservas de El Difícil, Cicuco, Jobo y el Tablón, que abastecían principalmente a las ciudades de Barranquilla y Cartagena. Es así como, a partir del hallazgo de la nueva reserva en la Guajira, se ve la necesidad de crear una nueva compañía capaz de subsanar el déficit de combustibles en toda la Costa Caribe (Lafaurie y Mercado, 2009).

Nace, entonces, Promigas, el 27 de diciembre de 1974, en la ciudad de Barranquilla. Sus socios fundadores fueron: Gas Natural Colombiano S.A. (27,27%), Cementos del Caribe S.A. (27,27%), Petroquímica del Atlántico S.A. (27,27%), Monómeros Colombo-Venezolanos (9,09%) y Corporación Financiera del Norte S.A (9,09%). Luego, en 1976, Ecopetrol pasó a ser uno de los socios más importantes de la compañía. Fue con la creación de Promigas que se dio inicio a la construcción de uno de los gasoductos más importantes en la Costa Caribe; su primer tramo: Ballena-Palomino-Barranquilla, empezó a operar el 26 de agosto de 1977, y generó una producción total de 76,5 MPCD en el primer año. Luego de su ampliación hasta la ciudad de Cartagena, para 1983 alcanzó una capacidad máxima de 225 MPCD. Años más tarde, con la ayuda de Ecopetrol el proyecto se amplió hasta lo que hoy día se conoce como los gasoductos regionales (Lafaurie y Mercado, 2009).

La estructura de transporte de gas en el país está conformada por 7683 km de gasoductos, de los cuales 2900 km pertenecen a Promigas, y a través de estos transporta cerca del 50% del gas consumido en el país (Promigas, 2015d).

2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> * Fuerte posición y amplia trayectoria en el mercado Colombiano * Robusta infraestructura que incluye una amplia red de gasoductos, equivalente al 38% del total del sistema de transporte de gas en Colombia. * Amplio portafolio de inversiones que incluye 20 compañías vinculadas, relacionadas con soluciones integrales para la industria del gas y generación de energía. * Industria regulada por el Estado, el cual procura mantener un mercado equilibrado además e brindar apoyo a los participantes del sector. 	<ul style="list-style-type: none"> * La conciencia social y la presión de los gobiernos , esta impulsando a que la industria adopte tecnologías limpias y eficientes. * Planes de expansión de distribución de gas natural en Perú y otros países de la región, minimizaran los riesgos relacionados con el mercado colombiano. * Acuerdos y convenios con compañías internacionales como los del proyecto de la terminal de regasificación en la República Dominicana, permitira mayor reconocimiento en el mercado Latinoamericano. * Participación del 50% en el proyecto de construcción y operación de la planta regasificadora en Cartagena, le permitira penetrar nuevos nichos en el mercado de energía local.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> * Altos niveles de deuda obtenidos en los últimos meses, de no cumplirse con las proyecciones y retornos de inversión en los tiempos estipulados , podrian afectar su flujo de caja operativo. 	<ul style="list-style-type: none"> * El agotamiento de reservas de gas natural y el retraso en la exploración y explotación del petroleo es la principal amenaza del sector. * Los temas de orden público, no solo afectan los aspectos económicos y materiales del negocio, sino que produce impactos devastadores en el medio ambiente. * Los cambios climáticos generados por el fenómeno de "El Niño" afecta a la industria , principalmente en la actividad de transporte de gas natural. * Las energía renovables , inevitablemente iran ganando terreno de manera progresiva.

Fuente: elaboración propia.

3. Productos y servicios

Promigas es una de las compañías transportadoras y distribuidoras de gas natural más grandes de Colombia. Su portafolio de productos y servicios incluye: transporte y distribución de gas natural, servicios integrados a la industria de hidrocarburos y distribución y comercialización de energía eléctrica. Sin embargo, la operación directa de la compañía se concentra en el transporte y distribución de gas; los demás servicios del portafolio son operados por 20 compañías vinculadas, que hacen parte de su estrategia de diversificación.

Promigas transporta el 50% del gas natural de Colombia. Por medio de los 2900 km de redes de gasoductos propios y de las transportadoras de su portafolio, les provee a los productores de hidrocarburos y a las grandes industrias servicios que incluyen compresión y deshidratación de gas natural, construcción de gasoductos y líneas de interconexión y soluciones energéticas como generación, cogeneración y autogeneración (Promigas, 2015b).

Mediante sus empresas de distribución de gas natural en Colombia, Promigas conecta alrededor de 3 millones de usuarios; es decir, al 40% del mercado nacional (lo que representa más de 11,5 millones de personas beneficiadas), y a más de 255.000 usuarios en Perú, a través de su participación en Cálidda (compañía peruana) (Promigas, 2015b).

4. Estrategias

La principal estrategia de Promigas se enmarca en los desarrollos de mercados en Colombia y Latinoamérica, focalizando sus negocios en las actividades de transporte y distribución de gas natural, distribución y comercialización de energía eléctrica y negocios relacionados. Dentro de las estrategias desarrolladas por la compañía tenemos dos: Gasoductos Virtuales y Brilla – Financiación no Bancaria.

Gasoductos virtuales

Este sistema consiste en tomar el gas de una estación madre, para comprimirlo a 3000 PSIG (*Pounds per Square Inch*) de presión, e introducirlo en unos módulos diseñados especialmente para su almacenamiento y transporte por carretera. Posteriormente, en las estaciones hijas, ubicadas en los municipios de destino, se descomprime el gas, hasta alcanzar 60 libras de presión, para consumo en los hogares, estaciones de gas vehicular y establecimientos comerciales. Este sistema fue implementado en Colombia desde el año 2011, por las distribuidoras Gases de Occidente y Surtigas, del cual se están abasteciendo 61.732 familias del país, en el Occidente y en la Costa Caribe (Promigas, 2015c).

La propuesta surgió por la existencia en el país de poblaciones que estaban aisladas del Sistema Nacional de Transporte, especialmente por condiciones geográficas, y a las cuales no se podía llevar el gas natural por gasoductos, debido a su alto costo; pero que representaban un mercado importante por atender, debido, o a su potencial de consumo, o al impacto económico, ecológico y social que este combustible podría tener en ellas (Promigas, 2015c).

Brilla - Financiación no Bancaria

Este mecanismo fue creado por las distribuidoras del portafolio, con el objetivo de brindar un mejoramiento en la calidad de vida de los usuarios, al facilitar el acceso a créditos, para la adquisición de gasodomésticos, electrodomésticos, computadores, muebles y materiales de construcción, y brindar facilidades de pago en la factura de este servicio. Dentro de las estrategias comerciales de este negocio, se incluyen programas de microseguros y financiación de la educación en centros de formación técnica, tecnológica y universitaria (Promigas, 2015a).

5. Desarrollos recientes

Infraestructura de regasificación

La CREG, mediante normativas expedidas en 2013 (CREG 061, 062 y 152), dispuso que fuera el Grupo Térmico, conformado por las firmas Termobarranquilla, Termocandelaria y Celsia, el encargado de escoger el agente que construiría, operaría y mantendría una planta de regasificación en el Caribe, con destino al abastecimiento de gas para la generación de energía por medio de las termoeléctricas (Promigas, 2013b).

La planta, que será construida en el sector industrial de Mamonal en Cartagena, consta de infraestructura para la recepción, almacenamiento y regasificación de gas natural licuado (GNL), con una capacidad de 400 MPCD de gas natural regasificado, y un costo que oscila entre los 150 y 600 millones de dólares, siendo el primer monto la inversión para lograr una entrada temprana, y el segundo el costo total aproximado al que ascendería el proyecto (Promigas, 2013b).

6. Análisis de los competidores

En Colombia, existe una participación amplia de diferentes agentes en cada una de las actividades de la cadena de valor. El mercado del gas se divide en: mercado primario y mercado secundario. En el primario, encontramos los productores-comercializadores de gas natural, los comercializadores de gas importado con capacidad de ofrecer gas en el mercado interno y los transportadores de gas natural que pueden ofrecer su capacidad de transporte. En el mercado secundario, encontramos los partícipes con derecho de suministro o con capacidad disponible, y que pueden negociar sus derechos contractuales, tal como lo estipula la CREG en su Resolución 089 de 2013. (CREG, 2015b)

En la tabla 7, se muestra el desempeño financiero de las compañías distribuidoras y transportadoras de gas natural.

Tabla 7. Desempeño financiero en la industria del gas año 2014

	Distribuidoras	Transportadoras
Activo	\$ 6.900.002,00	\$ 9.652.834,00
Pasivo	\$ 3.703.967,00	\$ 5.135.968,00
Patrimonio	\$ 3.196.035,00	\$ 4.516.866,00
Ingreso operacional	\$ 4.830.347,00	\$ 1.532.771,00
Utilidad operacional	\$ 1.532.771,00	\$ 788.208,00
Utilidad neta	\$ 326.133,00	\$ 326.133,00
Margen operacional	11%	51%
Margen neto	12%	21%
Endeudamiento	54%	53%
ROA	8%	18%
ROE	8%	7%
No de empresas	34	7
Municipios atendidos	645	
Gas transportado		1.028 Mpcd
Kilometros de gasoductos		7.702

Fuente: SUI (2015), Promigas (2015d).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Promigas cuenta con directivos altamente calificados y con amplia trayectoria en la industria del gas. Esto ha permitido posicionar a la compañía como una de las empresas más importantes del país. Sus directivas están conformadas por:

Antonio Celia Martinez Aparicio	Ha sido el presidente de la compañía desde 1992
Aquiles Mercado Gonzalez	Vicepresidente financiero y administrativo
Eduardo Rosado Fernandez	Vicepresidente de asuntos corporativos
Ricardo Fernandez Malabet	Vicepresidente de negocios de transporte
Rodolfo Anaya Abello	Vicepresidente de distribución
Hernando Gutierrez de Piñeres	Vicepresidente de operaciones de transporte

Dentro de los principales logros alcanzados por la administración, podemos destacar:

- Promigas es considerada como una de las empresas líderes en el sector.
- Es precursora en la masificación del gas natural en Colombia, y le ha aportado desarrollo y bienestar a muchas regiones del país.
- En 2009, suscribió un contrato de estabilidad jurídica con el Ministerio de Minas y Energía, con una duración de 20 años, por medio del cual se garantiza estabilidad en algunas normas fiscales, y tiene como beneficio la deducción de activos fijos productivos.
- La expansión que la compañía ha tenido en los últimos años le ha permitido consolidar un portafolio amplio de inversiones. En la actualidad, agrupa 20 compañías que se dedican al transporte y distribución de gas natural y gas licuado GNL, y distribución y comercialización de energía eléctrica.
- Cuenta con calificaciones AAA para emisiones en Colombia, y BBB a nivel internacional para emisiones IDR.
- Logró firmar un acuerdo con compañías internacionales, para construir una planta de regasificación en República Dominicana.
- Actualmente (en 2015), se encuentra construyendo una planta de regasificación en la ciudad de Cartagena; se espera que entre en operación en diciembre de 2016.
- En el año 2014, se unió al Pacto Global, que es un programa de las Naciones Unidas que fomenta la responsabilidad social empresarial.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Composición accionaria

La acción de Promigas S.A. es transada en la Bolsa de Valores de Colombia. Al 31 de octubre de 2015, contaba con 1.134.848.043 de acciones en circulación. Sus principales accionistas son: Corporación Financiera Colombiana S.A., con el 34,22%; EEB GAS SAS, con el 15,64%; y CFC GAS HOLING SAS, con el 10,58%. Los demás accionistas poseen cada uno menos del 10% en participación, como se detalla en la tabla 8.

Tabla 8. Composición accionaria

Nombre de Accionistas	%	No de Acciones poseídas	Valor Nominal
Corporacion Financiera Colombiana SA	34,22%	388.359.392	38.835.939.200
EEB GAS SAS	15,64%	177.464.263	17.746.426.300
CFC GAS Holding SAS	10,58%	120.084.141	12.008.414.100
Amalfi SA	7,99%	90.661.847	9.066.184.700
Fondo de Pensiones Obligatorias Proteccion Moderado	5,28%	59.948.789	5.994.878.900
Consultorias de Inversiones SA	5,26%	59.742.495	5.974.249.500
Promi CFC SAS	4,95%	56.194.084	5.619.408.400
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	2,66%	30.228.671	3.022.867.100
Azurita SA	2,49%	28.307.251	2.830.725.100
Inversiones Gloscar SAS	2,25%	25.535.189	2.553.518.900
LIPU & CIA SCA	2,06%	23.385.346	2.338.534.600
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos Moderado	1,23%	14.007.677	1.400.767.700
Conscar & Cia SCA	1,07%	12.097.406	1.209.740.600
Otros	4,30%	48.831.492	4.883.149.200
Subtotal	99,99%	1.134.848.043	113.484.804.300
Acciones readquiridas	0,01%	70.567	7.056.700
Total acciones ordinarias en circulación	100,00%	1.134.918.610	113.491.861.000

Fuente: Superfinanciera.

2. Hechos relevantes

En el año 2005, la compañía constituyó una reserva para la adquisición de acciones propias por valor de 1.527.933. Desde ese año hasta el 31 de diciembre de 2014, la compañía ha readquirido 70.567 acciones propias, por valor de \$527.933. De acuerdo con lo dispuesto en el Código de Comercio, todos los derechos inherentes a las acciones readquiridas quedaron

suspendidos.

En asamblea ordinaria celebrada el 23 de septiembre de 2014, se aprobó la emisión de bonos ordinarios en el mercado público colombiano, hasta por un billón doscientos mil millones de pesos (\$1.200.000.000.000), con plazos de redención entre dos (2) y veinte (20) años contados a partir de la fecha de emisión.

3. Liquidez accionaria

Al 30 de octubre de 2015, Promigas contaba con una capitalización bursátil de \$5.949.042 millones de pesos colombianos, equivalentes a \$2.036 millones de dólares americanos. Su bursatilidad es baja, por lo que es de esperar una liquidez baja.

4. Libre flotación

Teniendo en cuenta que la flotación corresponde a la parte del capital que se cotiza libremente en Bolsa, sin intención de ejercer control por parte del inversionista, y cuya participación es inferior al 1%, en la tabla 9 se detalla el flotante de Promigas a diciembre de 2014.

Tabla 9: Libre flotante

Nombre de accionistas	%	No de Acciones poseidas	Valor Nominal
Accionistas con participación mayor al 1%	95,69%	1.086.016.551	108.601.655.100
Acciones readquiridas	0,01%	70.567	7.056.700
CSDTG SAS	0,56%	6.349.314	634.931.400
Mayo Capital Inversión SA	0,19%	2.134.821	213.482.100
MARTDOS SAS	0,19%	2.112.294	211.229.400
Compañía de Seguros Bolívar SA	0,14%	1.603.415	160.341.500
Jara Albarracín Manuel Guillermo	0,13%	1.495.143	149.514.300
Monsalve Macías Consuelo del Socorro	0,12%	1.415.337	141.533.700
Agrícola e Industrial de la Sabana Ltda - AGRINSA	0,11%	1.262.230	126.223.000
Otros accionistas con menos del 0,13% individualmente	2,86%	32.458.938	3.245.893.800
Total acciones	100,00%	1.134.918.610	113.491.861.000
Total flotante	4,30%	48.831.492	4.883.149.200

Fuente: elaboración propia con información obtenida de la Superfinanciera.

5. Política de dividendos

La sociedad realiza dos cierres de ejercicio en el año: el primero, al 30 de junio, y el segundo, al 31 de diciembre. En los últimos ejercicios, la Asamblea General de Accionistas ha decretado dividendos pagaderos de conformidad con lo establecido en el respectivo proyecto de distribución de utilidades, usualmente pagados de forma mensual en cuotas iguales. La tabla 10 ilustra el comportamiento de los dividendos desde 2008 hasta 2015.

Tabla 10. Dividendos históricos y movimientos del capital 2008 -2015

Año	Acciones emitidas	Capital suscrito y pagado	Acciones readquiridas	Acciones en circulación	Dividendos ordinarios decretados	Dividendos extraordinarios decretados en efectivo	Dividendos extraordinarios decretados en acciones	Dividendo ordinario por acción	Dividendo extraordinario por acción	Dividendos pagados en el año
2008		13.298.536	70.567	132.914.797	64.596.591	21.532.197		81	162	86.128.788
2008		13.298.536	70.567	132.914.797	68.584.035	33.893.273		86	255	68.185.291
2009		13.298.536	70.567	132.914.797	143.737.936	58.482.511		92	440	202.827.980
2010		13.298.536	70.567	132.914.797	151.522.869	43.330.224		95	326	193.656.859
2011		13.298.536	70.567	132.914.797	157.902.779	54.495.067		99	410	250.278.563
2012		13.298.536	70.567	132.914.797	157.902.779	28.576.681		99	215	118.427.084
2013	930.403.579	106.338.894	70.567	1.063.318.376	162.687.712	78.153.901		102	588	268.222.060
2013	35.443.604	109.883.255	70.567	1.098.761.980	92.296.006	35.160.383	152.053.061	14	32	238.872.992
2014	12.926.242	111.175.879	70.567	1.111.688.222	93.381.811	52.249.346	61.658.174	14	47	288.597.718
2014	23.159.821	113.491.861	70.567	1.134.848.043	95.327.236	20.427.265	112.325.132	14	18	180.416.014
2015		113.494.861	70.567	1.134.848.043	95.327.236	66.956.035		14	59	162.283.270

Fuente: Promigas.

RIESGOS DE INVERSIÓN

a. Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio)

Debido a su estrategia expansionista y a su modelo de negocio, el cual se enfoca en el desarrollo y el fortalecimiento del sector de gas a nivel nacional e internacional, se espera que Promigas continúe desarrollando su negocio indefinidamente.

En 2009, Promigas celebró un contrato de estabilidad jurídica con el Ministerio de Minas y Energía por 20 años, con la finalidad de promover nuevas inversiones y(o) de ampliar las existentes en el territorio nacional (construcción del gasoducto La Creciente, una estación compresora *stand-by* en Palomino y el reacondicionamiento de la infraestructura actual). Condiciones como estas, le permiten a Promigas mitigar el riesgo inherente al transporte y distribución de gas y fortalecer su posición competitiva.

b. Riesgo del tipo de cambio

Para mitigar el impacto de las fluctuaciones en las tasas de interés, Promigas contrata todas sus obligaciones financieras con cláusulas de prepago, para beneficiarse en caso de tener caídas en las tasas del mercado. En cuanto a las fluctuaciones cambiarias, todas las adquisiciones en dólares son financiadas en la misma moneda, y así obtiene una cobertura natural.

c. Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)

De acuerdo con el informe de la UPME, se pronostica un déficit nacional en la oferta de gas para el año 2023, el cual se espera resolver con oferta nacional mediante la incorporación de nuevas reservas y de la construcción de una planta de regasificación en la Costa Atlántica, que deberá entrar en operación antes de 2018, y así poder satisfacer la demanda de gas natural (UPME, 2015a).

d. Riesgo operativo

Por tratarse de una actividad *midstream*³, la continuidad operacional de su negocio no está sujeta a ningún tipo de licencia o concesión temporal de operación, como ocurre en las actividades de exploración y producción (E&P), sin embargo si se puede ver afectada por las demoras en las licencias ambientales, daños ocasionados por terceros o retrasos en la ejecución de sus proyectos. Las actividades de Promigas están impulsadas básicamente por la necesidad de procesar y transportar la producción doméstica e industrial. Las vigencias de los contratos actuales de Promigas están entre 2 y 20 años, y su capacidad actual contratada es de 610,0 MPCD.

e. Riesgo financiero

Actualmente Promigas tiene una calificación (AAA), según FitchRatings. Uno de los factores claves para esta calificación son sus flujos de caja, los cuales provienen principalmente de las participaciones en sus vinculadas y del transporte y distribución, la operación de gasoductos y los servicios técnicos (41% y 59% en promedio para los tres últimos años). Altos niveles de deuda podrían conducir a una calificación negativa.

f. Riesgo de procesos internos

Promigas cuenta con un sistema de control interno en sus procesos, que le permiten garantizar la no ocurrencia de fraudes, errores provocados y(o) de manipulaciones en la ejecución de sus operaciones. La compañía ejecuta auditorías internas basadas en la normatividad COSO⁴ II ERM y en la Ley Sarbanes Oxley -SOX.

⁴ *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.*

g. Riesgo sindical

En los últimos tres años, en las relaciones laborales no se han originado diferencias que hayan traído como consecuencia la interrupción total o parcial de las actividades de la organización. El 31 de marzo de 2015, concluyó la negociación de la convención colectiva con el sindicato de la industria, con vigencia de dos años.

h. Riesgo legal o de regulación

Las operaciones de Promigas y sus vinculados económicos están reguladas por la normatividad ambiental nacional, donde se establece la imposición de multas económicas, reparación y compensación por los daños que se le generen al medio ambiente. También se puede presentar algún riesgo relacionado con los cambios en las regulaciones tarifarias de transporte y distribución de gas natural.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**Análisis de los resultados históricos**

Analizando los datos históricos de la compañía en los últimos 5 años —los cuales se presentan en la tabla 11—, se puede evidenciar que Promigas presenta un crecimiento orgánico en los últimos años. La variación de sus ingresos en el año 2014 obedece principalmente a la tasa de cambio ya que el 70% de sus ingresos relacionados con el transporte de gas, se facturan en dólares. Tan solo el 5% de los cotos se realizan en dólares lo que genera un mayor margen EBITDA teniendo en cuenta la tendencia alcista del dólar frente al peso. La utilidad operativa ha tenido un salto positivo puesto que el costo de ventas creció tan solo un 21,9% en los últimos 5 años, mientras que las ventas incrementaron en 56,0%. Desde el punto de vista del apalancamiento operativo, su desempeño ha sido bueno, puesto que la utilidad operativa creció al 105,8% esto nos permite concluir que a lo largo de los últimos años ha existido un mejor aprovechamiento de la capacidad instalada.

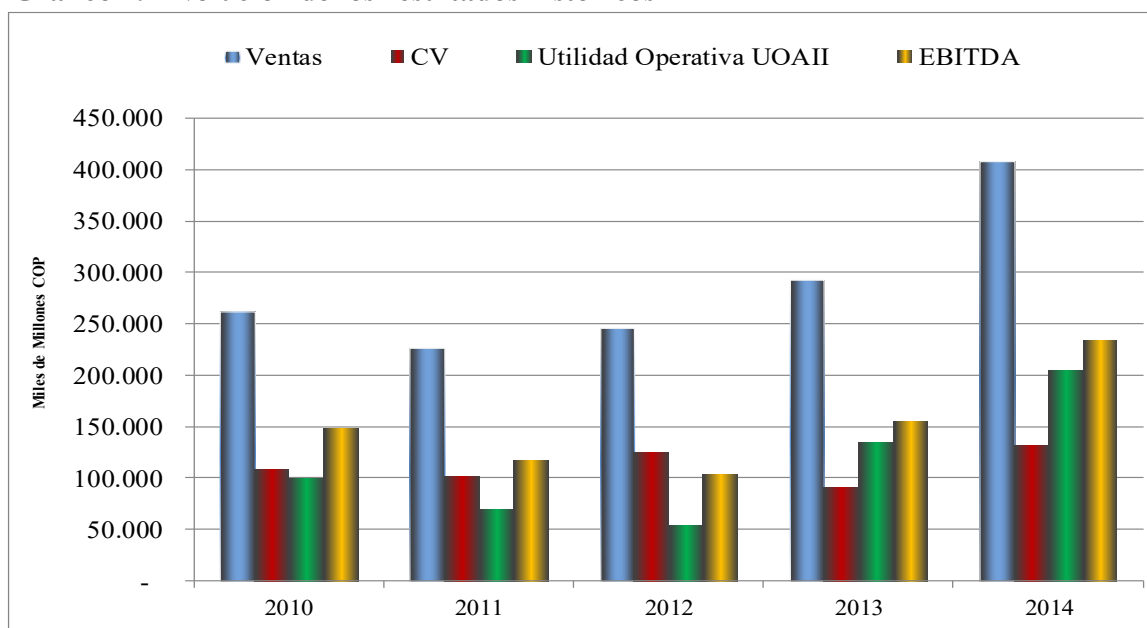
Tabla 11. Analisis de los resultados historicos (Promedio)

	2010	2011	2012	2013	2014	Δ %
Ventas	261.773	226.216	246.206	293.249	408.248	56,0%
CV	108.036	101.182	125.397	91.137	131.669	21,9%
%cv/ventas	41,27%	44,73%	50,93%	31,08%	32,25%	
Utilidad Operativa UOAll	99.533	69.125	54.762	134.081	204.815	105,8%
Margen Operativa	38,02%	30,56%	22,24%	45,72%	50,17%	31,9%
EBITDA	147.655	117.244	103.153	155.178	233.435	58,1%
Margen EBITDA	56,4%	51,8%	41,9%	52,9%	57,2%	1,4%
Costos en efectivo	114.118	108.972	143.053	138.071	174.813	53,2%

Fuente: elaboración propia.

El mejoramiento en ventas se debe principalmente al incremento de las tarifas de transporte de gas en 2013, tras un atraso de más de 8 años, y a la participación dominante en el mercado colombiano (50,2% del gas natural transportado; 40% del mercado de distribución de gas natural, y 100% del gas natural distribuido en Perú).

Grafico 7. Evolución de los resultados históricos



Fuente: elaboración propia.

1. Supuestos de operación

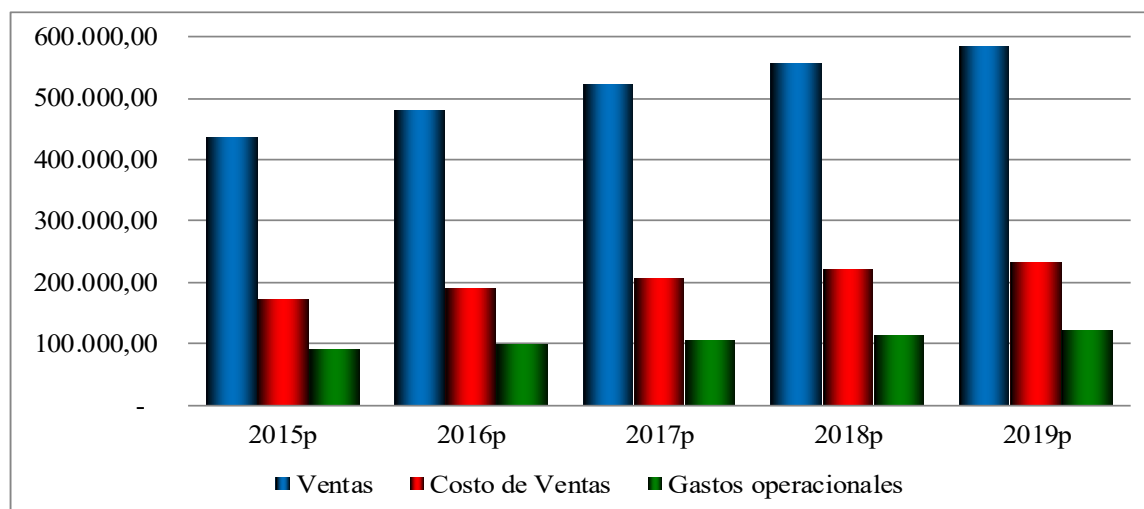
Ingresos operacionales: la estimación de los ingresos operacionales para las líneas de transporte y distribución de gas natural, y la operación de gasoductos se realizó teniendo en cuenta el agresivo plan de inversiones en CAPEX de Promigas, para los próximos años. Debido a esto, se tomaron las relaciones históricas entre los activos fijos productivos (gasoductos y PPE⁵) y las ventas de los últimos 5 años (2010-2014), obteniendo así un indicador llamado productividad del activo fijo (ventas/activos fijos). El promedio de los datos históricos para los períodos analizados arrojó un 29% (Promigas, 2010; 2011; 2012; 2013a; 2014).

Costo de ventas: para la proyección de este rubro, se relacionó el costo de venta histórico de los últimos 5 años con los activos fijos del mismo período. El promedio histórico de los datos obtenidos arrojó un 11%. En función de este resultado, se proyectaron los costos de ventas. Por lo tanto, las ventas y los costos fueron proyectados en función del agresivo plan de inversiones en gasoductos, estaciones y plantas de regasificación.

Gastos operacionales: estos se proyectaron excluyendo la depreciación y usando el PIB (variación anual) más la inflación. Las fuentes de estos datos fueron el DANE, para históricos, y para proyectados, Bancolombia y el Banco de la República. La depreciación fue estimada atendiendo tanto los proyectos de expansión y desarrollo en CAPEX de Promigas para los próximos 4 años, como los datos históricos.

⁵ PPE: propiedad, planta y equipos.

Gráfica 8. Supuestos de Operación



Fuente: elaboración propia

La tasa histórica promedio de depreciación se estimó en un 3%. Es importante resaltar que, a partir de 2013, se cambió el período de depreciación de los gasoductos, pasando de 20 a 50 años su vida útil. Esta decisión estuvo basada en conceptos técnicos, que van en línea con los nuevos criterios contables que regirán bajos las NIIF que se aplicaron a partir de 2014.

Tabla 12. Depreciación proyectada

	2015Py	2016Py	2017Py	2018Py	2019Py
Gasoductos	6.585.656	9.369.775	12.107.049	14.124.189	15.870.053
Instalaciones locativas	154.472	310.950	472.280	638.449	809.465
Tecnologías de información	555.958	1.130.272	1.722.389	2.332.271	2.959.943
Maquinaria, muebles y equipos	795.293	1.616.846	2.463.866	3.336.297	4.234.176
Total depreciaciones	8.091.379	12.427.843	16.765.584	20.431.205	23.873.637
Tasa estimada de depreciación historica 3%	35.425.027	35.425.027	35.425.027	35.425.027	35.425.027
Total depreciación proyectada	43.516.406	47.852.870	52.190.611	55.856.232	59.298.664

Fuente: elaboración propia.

2. Supuestos de inversión

A continuación se presenta un resumen de las perspectivas de proyectos de expansión y desarrollo de Promigas S.A. para los próximos años. (Promigas, 2015a)

Tabla 13. Perspectiva de proyectos de expansión y desarrollo

CAPEX	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TOTAL
Gasoductos	87.041.581	329.282.789	139.205.985	136.863.692	100.856.965	87.293.194	793.502.625
Instalaciones locativas	2.744.706	3.089.437	3.129.570	3.226.587	3.323.385	3.420.329	16.189.308
Tecnologías de información	2.741.684	2.779.788	2.871.570	2.960.589	3.049.407	3.138.359	14.799.713
Maquinaria, muebles y equipos	9.211.147	7.952.934	8.215.521	8.470.202	8.724.308	8.978.797	42.341.762
Total Inversiones en CAPEX	101.739.118	343.104.948	153.422.646	151.521.070	115.954.065	102.830.679	866.833.408

Fuente: elaboración propia

3. Capital de trabajo neto operativo (KTNO)

El capital de trabajo neto operativo fue proyectado de acuerdo con las rotaciones calculadas sobre los datos contables provistos, y los resultados promedio encontrados durante el período de estudio.

Tabla 14. Rotaciones KTNO

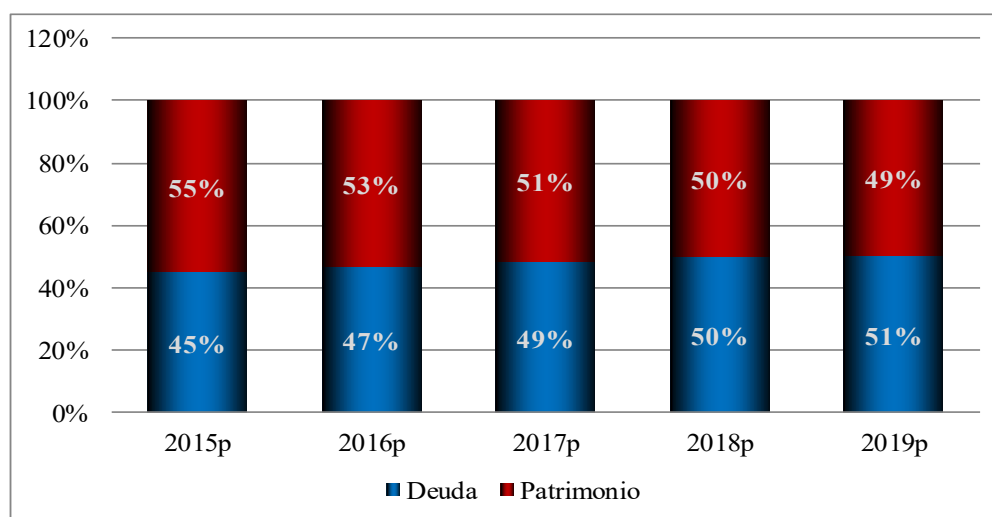
	ROTACIONES				
	2010	2011	2012	2013	2014
Disponible	19	32	88	60	29
Dias CxC	95	208	154	206	224
Dias Inventario	5	3	1	1	1
Cxp	245	261	342	781	641

Fuente: elaboración propia.

4. Hipótesis financieras

En la actualidad, Promigas trae deudas en emisión de bonos por \$1,3 billones de pesos. En la asamblea de accionistas de septiembre de 2014, se aprobó la emisión de bonos ordinarios en el mercado público colombiano, hasta por un billón doscientos mil millones de pesos, con plazos de redención entre dos y veinte años, contados a partir de la fecha de emisión.

Gráfica 9. Estructura financiera



Fuente: elaboración propia.

La evolución de la estructura financiera de Promigas obedece a su estrategia expansionista, y se ve reflejada en su agresiva inversión en CAPEX para los próximos 4 años.

7. Supuestos macroeconómicos e impuestos

Los impuestos se proyectaron de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 1739 de diciembre de 2014, que introdujo cambios importantes en materia fiscal, como la sobretasa al CREE y el impuesto a la riqueza (DIAN, 15). De acuerdo con lo señalado en esta ley, el impuesto a la riqueza se puede imputar contra reservas patrimoniales, para no afectar los resultados del ejercicio. El impuesto de renta se calcula sobre la renta líquida, por lo que es importante mencionar que en 2009 la compañía firmó un contrato de estabilidad jurídica de 20 años, con el Ministerio de Minas y Energía, lo que, como ya se mencionó, le garantiza estabilidad en algunos temas tributarios.

Supuestos macroeconómicos e Impuestos

	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Precios al consumidor (IPC) Fuente: DANE	3,40%	3,10%	2,90%	3,10%	3,00%
PIB (variación anual) Fuente: proyecciones Bancolombia	3,40%	3,70%	4,10%	4,30%	4,30%
Revenue Growth	6,92%	6,91%	7,12%	7,53%	7,43%
Inflación en Colombia	3,40%	3,10%	2,90%	3,10%	3,00%
Inflación en EEUU - Fuente: CEFP USA y Banco Mundial	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Devaluación (diferencial inflación COP/USA)	1,37%	1,07%	0,88%	1,07%	0,98%
Impuestos	39%	40%	42%	43%	43%
Tasa de impuesto a la renta	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Tasa de impuestos para la equidad (CREE)	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Sobretasa al impuesto de la equidad	5,00%	6,00%	8,00%	9,00%	9,00%
DTF (E.A. fin año) Fuente: Banrepública	4,62%	4,68%	4,40%	4,40%	4,40%
KD implícito (deuda/gastos financieros)	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%

Fuente: Dane, Ban Rep, Banco Mundial, Bancolombia, CEFP USA

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Páginas web de consulta general:

<http://www.promigas.com>
<http://www.bvc.com.co>
<https://www.superfinanciera.gov.co>
<http://www.bloomberg.com>
<http://finance.yahoo.com>
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>
<http://www.fitchratings.com.co>
<http://www.bancomundial.org>
<https://www.jpmorgan.com>
<http://investigaciones.bancolombia.com>
<http://www.banrep.gov.co/>
<http://www.dane.gov.co/>

Documentos consultados en la WEB

- Bolsa Mercantil de Colombia (2015). *Informe del Gestor del mercado mercado de Gas Natural en Colombia*. En: BMC. Disponible en <http://www.bmcbec.com.co/wp-content/uploads/2015/10/Informe-Mercado-de-Gas-BEC.pdf>. Recuperado el 13 de octubre de 2015.
- BP (2015). *BP Statistical Review of World Energy Jun*. En: BP p.l.c. <http://www.bp.com/content/dam/bp/pdf/energy-economics/statistical-review-2015/bp-statistical-review-of-world-energy-2015-full-report.pdf>. Recuperado el 15 de agosto de 2015.
- Galp Energia (2015). *Cadena de valor del gas natural*. En: Galp Energía. Disponible en <http://www.galpenergia.com/ES/agalpenergia/Os-nossos-negocios/Gas-Power/Gas-Natural/Paginas/Cadena-de-valor-del-gas-natural.aspx>. Recuperado el 12 de septiembre de 2015.
- DIAN (2015). *Ley 1739 de 2014*, En: DIAN. Disponible en http://www.dian.gov.co/descargas/normatividad/2014/Leyes/Ley_1739_23122014.pdf. Recuperado el 11 de abril de 2015.
- CREG (2015a). Estructura del sector. En: CREG. Disponible en <http://www.creg.gov.co/index.php/sectores/gas-natural/estructura-gas>. Recuperado el 11 de abril de 2015.
- CREG (2015b). *Costos resolución CREG 089 de 2013*. En: CREG. Disponible en [http://apolo.creg.gov.co/Publicac.nsf/1c09d18d2d5ffb5b05256eee00709c02/2d69cd3e359d971d05257bc8008299e3/\\$FILE/Creg089-2013.pdf](http://apolo.creg.gov.co/Publicac.nsf/1c09d18d2d5ffb5b05256eee00709c02/2d69cd3e359d971d05257bc8008299e3/$FILE/Creg089-2013.pdf). Recuperado el 11 de abril de 2015.
- CREG (2015c). *Costos resolución CREG 094 de 2014*. En: CREG. Disponible en <http://apolo.creg.gov.co/Publicac.nsf/1c09d18d2d5ffb5b05256eee00709c02/50129b2fcf12e13105257d0a0077669b?OpenDocument>. Recuperado el 11 de abril de 2015.
- El Tiempo (2015). *Lo que viene para garantizarle al país el suministro de gas / Opinión*. En El Tiempo. Disponible en <http://www.eltiempo.com/economia/sectores/columna-eduardo-pizano-lo-que-viene-para-garantizarle-al-pais-el-suministro-de-gas/15990304>. Recuperado el 2 de julio de 2015.
- Naturgas (2015). *Indicadores 2015 Presentación*. En: Naturgas. Disponible en http://www.naturgas.com.co/tecnico/presentacio_2014. Recuperado el 2 de julio de 2015.

- Promigas (2015a). *Prospecto de Información - Emisión de Bonos Ordinarios 2015*. En: Promigas SA ESP. Disponible en <http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/8d68038047699a0cb283f79069f76c89/ACC+-+Prospecto+de+informaci%C3%B3n+de+la+emisi%C3%B3n+-+febrero+2015.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=8d68038047699a0cb283f79069f76c89>. Recuperado el 8 de mayo de 2015.
- Promigas (2015b). *Informe Anual de Gestión y sostenibilidad 2014*. En: Promigas SA ESP. Disponible en http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/d98e670047ccffce8e42bff8cab3086f/Informe_Anuual_de_Gesti%C3%B3n_Sostenibilidad_2014_Promigas_web.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=d98e670047ccffce8e42bff8cab3086f. Recuperado el 01 de junio de 2015.
- Promigas (2015c). *Gasoductos virtuales*. En: Promigas. Disponible en http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/web_content/NeoPromigas/Negocios/Distribuci_oacute_n/Gasoductos+Virtuales/ Recuperado el 06 de Junio de 2015
- Promigas (2015d). *Informe de sector gas natural 2014*. En: Promigas SA ESP. http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/2a5beb8049bad44ca575f582da3666e2/Informe_del_Sector_Gas_Natural_2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=2a5beb8049bad44ca575f582da3666e2. Recuperado el 30 de octubre de 2015.
- Promigas (2014). *Estados Financieros Promigas 2014*. En: Promigas SA ESP. Disponible en <http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/6602ac804806ef2a9b79dff1010856c9/ACC+-+24-03-2015+-+EEFF+Individuales+31+dic+y+30+jun+2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=6602ac804806ef2a9b79dff1010856c9>. Recuperado el 10 de julio de 2015.
- Promigas (2013a). *Estados Financieros Promigas 2013*. En: Promigas SA ESP. Disponible en <http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/928da40043699a019c15ddf72960f3ac/ACC+-+31-12-2013+-+Estados+Financieros+Promigas.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=928da40043699a019c15ddf72960f3ac>. Recuperado el 10 de enero de 2015.
- Promigas (2013b). *Informe Anual de Gestión y Sostenibilidad 2013*. En: Promigas S.A. ESP. Disponible en http://www.promigas.com/wps/wcm/myconnect/86dcd38043c226478672ae91d3137cf5/Informe_Anuual_de_Gesti%C3%B3n_y_Sostenibilidad_2013_Promigas.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=86dcd38043c226478672ae91d3137cf5&useDefaultText=0&useDefaultDesc=0&Informe%20Anual%20de%20Gesti%C3%B3n%20y%20Sostenibilidad%202013. Recuperado el 1 de junio de 2015.
- Promigas (2012). *Estados Financieros Promigas 2012*. En: Promigas SA ESP. Disponible en <http://www.promigas.com/wps/wcm/myconnect/22ea20804f70a2a3b61ffe512f6dd47a/Estados+Financieros+2012.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=22ea20804f70a2a3b61ffe512f6dd47a&useDefaultText=0&useDefaultDesc=1>. Recuperado el 10 de enero de 2015.
- Promigas (2011). *Estados Financieros Promigas 2011*. En: Promigas SA ESP. Disponible en <http://www.promigas.com/wps/wcm/myconnect/62834f004b81e60c8fdaefce29fc934f/Estados+Financieros.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=62834f004b81e60c8fdaefce29fc934f&useDefaultText=0&useDefaultDesc=0>. Recuperado el 10 de enero de 2015.
- Promigas (2010). *Estados Financieros Promigas 2010*. En: Promigas SA ESP. Disponible en http://www.promigas.com/wps/wcm/connect/web_content/NeoPromigas/Inversionistas/Informes+de+Gesti_oacute_n/Inf_financieros. Recuperado el 10 de enero de 2015.
- Red Jurista (2015). Decreto 2310 de 197. En: Red Jurist. Disponible en https://www.redjurista.com/documents/d2310_74.aspx. Recuperado el 11 de abril de 2015.

- Sistema Único de Información de Servicios Públicos (2015). Informes Financieros. En: SUI. Disponible en http://bi.superservicios.gov.co/o3web/viewdesktop.jsp?cmd=open&source=SUI_FINANCIERO. Recuperado el 6 de octubre de 2015.
- Superintendencia de Sociedades (2015a). *Desempeño del sector Hidrocarburos 2012 -2014*. En: Supersociedades. disponible en <http://www.supersociedades.gov.co/noticias/Documents/2015/EE1-%20Informe%20hidrocarburos%20final-%202015%20VII%206.pdf> Recuperado el 8 de agosto de 2015.
- Superintendencia de Sociedades (2015b). *Comportamiento de las 2000 empresas más grandes por ingresos del sector real*. En: Supersociedades. Disponible en <http://www.supersociedades.gov.co/asuntos-economicos-y-contables/estudios-y-supervision-por-riesgos/estudios-economicos-y-financieros/Documents/Sector%20Real%20de%20la%20Econom%C3%ADa/EE2-%20Estudio%20de%20las%202000%20FINAL-%2009072015.pdf>. Recuperado el 8 de agosto de 2015.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015). *Índice de bursatilidad accionaria – IBA*. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones &lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=38565>. Recuperado el 12 de septiembre de 2015.
- UPME (2015a). *Balance de Gas Natural en Colombia 2015-2023*. En: UPME. Disponible en http://www1.upme.gov.co/sites/default/files/BALANCE_GAS_NATURAL_FINAL.pdf. Recuperado el 2 de junio de 2015.
- UPME (2015b). *Balance de Gas Natural en Colombia 2015-2024*. En: UPME. http://www1.upme.gov.co/sites/default/files/BALANCE_GAS%20NATURAL_Agosto_2015.pdf. Recuperado el 20 de septiembre de 2015.
- UPME (2015c). *Plan de abastecimiento de Gas Natural- Marzo 2015*. En: UPME. http://www1.upme.gov.co/sites/default/files/Plan_Indicativo_Gas_Natural_2015.pdf. Recuperado el 20 de septiembre de 2015.

Libros y revistas consultadas:

Lafaurie, Luisa Fernanda, y Mercado, Aquiles (2009). Promigas S.A. 30 años de historia. Bogotá: Universidad de Los Andes.

PROMIGAS SA E.S.P BALANCE GENERAL (en millones de pesos colombianos)	HISTÓRICO				
	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Disponible	13.753	20.060	60.035	49.119	32.853
Inversiones temporales	17.399	8.250	1.441	63.131	10.673
Deudores	68.936	130.783	105.223	167.826	254.325
Inventarios	1.448	741	470	367	479
Gastos pagados por anticipado	3.426	3.685	7.259	1.880	4.152
Activos corrientes	104.963	163.520	174.427	282.324	302.483
ACTIVOS LARGO PLAZO					
Deudores a largo plazo	239.816	84.860	87.195	57.841	176.264
Inventarios	7.749	8.578	10.111	8.769	22.651
Inversiones permanentes	831.919	977.107	1.031.315	1.056.262	1.252.645
Propiedades, gasoductos, planta y equipo	854.028	891.596	982.619	1.079.259	1.180.834
Depreciación acumulada	537.385	570.055	605.229	620.289	618.382
PPyE Neto	316.643	321.541	377.390	458.970	562.453
Recursos naturales y del medio ambiente	-	-	-	-	-
Total activo LP	1.396.126	1.392.086	1.506.012	1.581.842	2.014.012
OTROS ACTIVOS					
Valorizaciones y otros activos	515.493	630.953	731.715	732.064	622.188
Otros activos	187.872	196.667	195.636	191.671	263.056
Total otros activos	703.365	827.619	927.351	923.735	885.244
TOTAL ACTIVOS	2.204.454	2.383.225	2.607.790	2.787.901	3.201.740
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Obligaciones financieras	98.040	56.898	266.690	23.813	8.033
Bonos en circulación	105.587	105.500	3.173	7.573	8.796
Cuentas por pagar	72.822	72.923	118.954	197.582	234.502
Obligaciones laborales	6.791	6.777	6.327	6.114	6.894
Pasivos estimados	-	-	2.223	1.520	80
Otros pasivos	9.235	8.155	10.779	6.698	21.455
Pasivos corrientes	292.475	250.254	408.146	243.301	279.760
PASIVOS LARGO PLAZO					
Cuentas por pagar	435	3.587	1.849	-	-
Obligaciones financieras	164.423	366.119	255.982	7.282	279.078
Bonos en circulación	500.000	400.000	400.000	900.000	900.000
Obligaciones laborales	315	271	326	449	154
Pasivos estimados	4.462	5.929	6.260	4.306	6.330
Otros pasivos	55.810	52.681	25.948	24.804	21.519
Pasivos largo plazo	725.444	828.588	690.364	936.841	1.207.081
TOTAL PASIVOS	1.017.919	1.078.842	1.098.510	1.180.142	1.486.841
PATRIMONIO					
Capital suscrito y pagado	13.299	13.299	13.299	109.883	113.492
Prima en colocación de acciones	3.939	3.939	3.939	152.448	322.823
Reservas	146.927	175.740	176.391	200.943	128.992
Resultados acumulados	-	24.273	23.651	-	1.077
Resultados del ejercicio	265.484	186.507	240.869	161.967	162.933
Superávit por valorizaciones	515.493	630.953	731.715	732.064	622.188
Superávit metodo de participacion patrimonial	140.969	185.239	233.278	246.579	334.052
Ajuste en conversión de inversiones	-	(8.627)	(15.360)	(4.101)	42.627
Cobertura flujo de efectivo	-	(189)	1.564	1.081	(20.180)
Revalorización del patrimonio	100.423	93.248	99.935	6.895	6.895
TOTAL PATRIMONIO	1.186.535	1.304.383	1.509.281	1.607.758	1.714.899
PASIVOS + PATRIMONIO	2.204.454	2.383.225	2.607.790	2.787.901	3.201.740

PROMIGAS SA E.S.P BALANCE GENERAL (en millones de pesos colombianos)	PROYECTADO				
	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Disponible	50.496	50.496	50.496	50.496	50.496
Inversiones temporales	20.179	21.574	23.066	24.708	26.570
Deudores	214.531	236.129	257.460	273.783	288.259
Inventarios	1.104	1.215	1.325	1.409	1.484
Gastos pagados por anticipado	4.363	4.664	4.996	5.373	5.772
Activos corrientes	290.673	314.079	337.343	355.769	372.580
ACTIVOS LARGO PLAZO					
Deudores a largo plazo	233.159	279.736	328.215	412.261	509.430
Inventarios	12.372	13.227	14.169	15.236	16.368
Inversiones permanentes	1.339.273	1.431.880	1.533.814	1.649.361	1.771.892
Propiedades, gasoductos, planta y equipo	1.523.939	1.677.362	1.828.883	1.944.837	2.047.668
Depreciación acumulada	661.898	709.751	761.942	817.798	877.097
PPyE Neto	862.041	967.611	1.066.941	1.127.039	1.170.571
Recursos naturales y del medio ambiente					
Total activo LP	2.446.845	2.692.455	2.943.140	3.203.898	3.468.262
OTROS ACTIVOS					
Valorizaciones y otros activos	622.188	622.188	622.188	622.188	622.188
Otros activos	281.248	300.695	322.101	346.366	372.098
Total otros activos	903.436	922.883	944.289	968.554	994.286
TOTAL ACTIVOS	3.640.954	3.929.417	4.224.773	4.528.221	4.835.128
PASIVOS					
PASIVOS CORRIENTES					
Obligaciones financieras	64.656	84.796	82.985	84.234	149.138
Bonos en circulación	-	-	-	-	-
Cuentas por pagar	217.434	238.596	260.135	276.587	291.193
Obligaciones laborales	7.371	7.881	8.442	9.078	9.752
Pasivos estimados	80	80	80	80	80
Otros pasivos	22.939	24.525	26.271	28.250	30.349
Pasivos corrientes	312.479	355.878	377.913	398.229	480.512
PASIVOS LARGO PLAZO					
Cuentas por pagar	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras	150.864	197.858	193.632	196.546	347.988
Bonos en circulación	1.300.000	1.420.000	1.620.000	1.820.000	1.765.000
Obligaciones laborales	324	326	338	342	319
Pasivos estimados	5.457	5.656	5.602	5.470	5.703
Otros pasivos	37.382	33.473	29.455	30.236	31.325
Pasivos largo plazo	1.494.027	1.657.313	1.849.027	2.052.594	2.150.335
TOTAL PASIVOS	1.806.506	2.013.192	2.226.940	2.450.823	2.630.847
PATRIMONIO					
Capital suscrito y pagado	113.492	113.492	113.492	113.492	113.492
Prima en colocación de acciones	322.823	322.823	322.823	322.823	322.823
Reservas	165.538	193.021	223.613	256.752	291.639
Resultados acumulados	-	-	-	-	-
Resultados del ejercicio	274.829	305.919	331.393	348.867	410.160
Superávit por valorizaciones	622.188	622.188	622.188	622.188	622.188
Superávit metodo de participacion patrimonial	357.154	381.850	409.033	439.847	472.523
Ajuste en conversión de inversiones	-	-	-	-	-
Cobertura flujo de efectivo	(21.575)	(23.067)	(24.709)	(26.570)	(28.544)
Revalorización del patrimonio	-	-	-	-	-
TOTAL PATRIMONIO	1.834.448	1.916.226	1.997.832	2.077.398	2.204.281
PASIVOS + PATRIMONIO	3.640.954	3.929.417	4.224.773	4.528.221	4.835.128

PROMIGAS SA E.S.P ESTADO DE RESULTADOS (en millones de pesos colombianos)	HISTORICO				
	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Transporte y distribución de gas natural	209.747	194.014	185.301	251.456	344.670
Financiación no bancaria	13.981	16.124	20.231	20.726	16.218
Operación de gasoductos y servicios técnicos	38.045	16.078	40.674	21.067	47.360
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	261.773	226.216	246.206	293.249	408.248
Costo de Ventas	108.036	101.182	125.397	91.137	131.669
Utilidad bruta	153.737	125.034	120.809	202.112	276.579
Gastos operacionales	54.205	55.909	66.047	68.031	71.764
Utilidad operativa (EBIT)	99.533	69.125	54.762	134.081	204.815
Depreciaciones y amortizaciones	48.123	48.118	48.391	21.097	28.620
EBITDA	147.655	117.244	103.153	155.178	233.435

OTROS INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES

Ingresos por método de participación	163.114	140.422	163.961	185.675	147.878
Dividendos recibidos	37.070	35.283	34.973	70.045	52.144
Ingresos financieros	35.447	23.560	17.367	148.778	15.854
Gastos financieros	(64.142)	(79.125)	(79.858)	(57.275)	(71.907)
Corrección monetaria	314	357	253	-	-
Otros, neto	8.287	680	25.485	10.198	78.467
Utilidad antes de impuestos	279.621	190.303	216.943	491.502	427.252
Provisión impuesto de renta	(14.137)	(3.796)	23.926	(49.152)	(61.791)
UTILIDAD NETA	265.484	186.507	240.869	442.350	365.461

PROMIGAS SA E.S.P ESTADO DE RESULTADOS (en millones de pesos colombianos)	PROYECTADO				
	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Transporte y distribución de gas natural	359.356	395.534	431.263	458.606	482.854
Financiación no bancaria	26.464	29.128	31.759	33.773	35.558
Operación de gasoductos y servicios técnicos	49.490	54.473	59.393	63.159	66.498
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	435.310	479.134	522.416	555.538	584.911
Costo de Ventas	171.763	189.055	206.133	219.202	230.792
Utilidad bruta	263.547	290.079	316.283	336.336	354.119
Gastos operacionales	89.644	97.170	105.019	112.664	120.327
Utilidad operativa (EBIT)	173.903	192.909	211.264	223.672	233.792
Depreciaciones y amortizaciones	43.516	47.853	52.191	55.856	59.299
EBITDA	217.419	240.762	263.455	279.528	293.091
OTROS INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES					
Ingresos por método de participación	171.289	183.134	196.171	210.949	226.620
Dividendos recibidos	55.750	59.605	63.849	68.659	73.759
Ingresos financieros	16.950	18.122	19.412	20.875	22.426
Gastos financieros	(116.810)	(118.103)	(126.924)	(141.509)	(105.234)
Corrección monetaria					
Otros, neto	11.934	12.760	13.668	14.698	15.790
Utilidad antes de impuestos	313.017	348.427	377.440	397.342	467.153
Provisión impuesto de renta	(38.188)	(42.508)	(46.048)	(48.476)	(56.993)
UTILIDAD NETA	274.829	305.919	331.393	348.867	410.160

PROMIGAS SA E.S.P FLUJO DE CAJA (en millones de pesos colombianos)	HISTORICO				
	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014
Disponible	13.753	20.060	60.035	49.119	32.853
Cuentas por cobrar (deudores)	68.936	130.783	105.223	167.826	254.325
Inventarios	1.448	741	470	367	479
	84.137	151.584	165.728	217.312	287.658
Cuentas por pagar	72.822	72.923	118.954	197.582	234.502
Obligaciones laborales	6.791	6.777	6.327	6.114	6.894
	79.613	79.700	125.281	203.696	241.396
KTNO	4.524	71.885	40.446	13.616	46.262
Propiedad, planta y equipo, PPE	854.028	891.596	982.619	1.079.259	1.180.834
Inversión bruta en activos LP	854.028	891.596	982.619	1.079.259	1.180.834
Depreciación acumulada	537.385	570.055	605.229	620.289	618.382
Inversión neta en activos LP	316.643	321.541	377.390	458.970	562.453
K Invertido bruto	858.552	963.481	1.023.065	1.092.876	1.227.096
K Invertido neto	321.167	393.426	417.837	472.586	608.715
Utilidad operacional ventas (+) Ingresos MPP	262.646	209.547	218.722	319.756	352.694
Depreciación y amortización	48.123	48.118	48.391	21.097	28.620
(+/-)Variación del capital de trabajo	10.554	67.361	(31.438)	(26.830)	32.646
(+/-)Variación bruta activo LP	(4.503)	37.568	91.023	96.640	101.575
Impuestos	86.673	69.151	72.178	105.519	116.389
FCL	218.045	83.586	135.351	165.523	130.704

PROMIGAS SA E.S.P FLUJO DE CAJA (en millones de pesos colombianos)	PROYECTADO				
	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Disponible	50.496	50.496	50.496	50.496	50.496
Cuentas por cobrar (deudores)	214.531	236.129	257.460	273.783	288.259
Inventarios	1.104	1.215	1.325	1.409	1.484
	266.132	287.841	309.281	325.688	340.239
Cuentas por pagar	217.434	238.596	260.135	276.587	291.193
Obligaciones laborales	7.371	7.881	8.442	9.078	9.752
	224.805	246.477	268.577	285.665	300.945
KTNO	41.327	41.364	40.704	40.024	39.293
Propiedad, planta y equipo, PPE	1.523.939	1.677.362	1.828.883	1.944.837	2.047.668
Inversión bruta en activos LP	1.523.939	1.677.362	1.828.883	1.944.837	2.047.668
Depreciación acumulada	661.898	709.751	761.942	817.798	877.097
Inversión neta en activos LP	862.041	967.611	1.066.941	1.127.039	1.170.571
K Invertido bruto	1.565.266	1.718.725	1.869.587	1.984.861	2.086.961
K Invertido neto	903.368	1.008.974	1.107.645	1.167.063	1.209.864
Utilidad operacional ventas (+) Ingresos MPP	345.192	376.043	407.435	434.620	460.412
Depreciación y amortización	43.516	47.853	52.191	55.856	59.299
(+/-)Variación del capital de trabajo	(4.935)	37	(660)	(680)	(731)
(+/-)Variación bruta activo LP	343.105	153.423	151.521	115.954	102.831
Impuestos	134.625	150.417	171.123	186.887	197.977
FCL	(84.086)	120.019	137.641	188.316	219.634

	2.014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
Disponible	32.853	50.496	50.496	50.496	50.496	50.496
Cuentas por cobrar (deudores)	254.325	214.531	236.129	257.460	273.783	288.259
Inventarios	479	1.104	1.215	1.325	1.409	1.484
	287.658	266.132	287.841	309.281	325.688	340.239
Cuentas por pagar	234.502	217.434	238.596	260.135	276.587	291.193
Obligaciones laborales	6.894	7.371	7.881	8.442	9.078	9.752
	241.396	224.805	246.477	268.577	285.665	300.945
KTNO	46.262	41.327	41.364	40.704	40.024	39.293
Propiedad, planta y equipo, PPE	1.180.834	1.523.939	1.677.362	1.828.883	1.944.837	2.047.668
Inversión bruta en activos LP	1.180.834	1.523.939	1.677.362	1.828.883	1.944.837	2.047.668
Depreciación acumulada	618.382	661.898	709.751	761.942	817.798	877.097
Inversión neta en activos LP	562.453	862.041	967.611	1.066.941	1.127.039	1.170.571
K Invertido bruto	1.227.096	1.565.266	1.718.725	1.869.587	1.984.861	2.086.961
K Invertido neto	608.715	903.368	1.008.974	1.107.645	1.167.063	1.209.864

NOPLAT - UODI
ROIC Return on new investment
IR Reinvestment rate (IR)
"G" Proyectado
g Growth in profits
WACC

VARIABLES GENERADORAS DE VR

210.567	225.626	236.312	247.734	262.435
34,59%	24,98%	23,42%	22,37%	22,49%
139,93%	46,81%	41,75%	23,98%	16,31%
3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
48,41%	11,69%	9,78%	5,36%	3,67%
4,90%	4,67%	4,47%	4,52%	4,46%

Utilidad operacional ventas (+) Ingresos MPP

Depreciación y amortización
(+/-)Variación del capital de trabajo
(+/-)Variación bruta activo LP
Impuestos
FCL

FLUJO DE CAJA

345.192	376.043	407.435	434.620	460.412
43.516	47.853	52.191	55.856	59.299
(4.935)	37	(660)	(680)	(731)
343.105	153.423	151.521	115.954	102.831
134.625	150.417	171.123	186.887	197.977
(84.086)	120.019	137.641	188.316	219.634

FCL		
Valor terminal		
FCL vt		
Factor de descuento		
Valor presente de los FCL del periodo relevante	\$	436.858
Valor presente del valor de continuidad	\$	4.156.698
Valor operativo de la empresa	\$	4.593.556
Otros activos no operacionales		1.098.984
Pasivos financieros		1.195.907
Otros pasivos no financieros		49.538
Neto		(146.461)
Valor total de la empresa	\$	4.447.095

VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO				
(84.086)	120.019	137.641	188.316	219.634
				5.848.961
(84.086)	120.019	137.641	188.316	6.068.595
93,1%	86,8%	81,2%	75,9%	71,1%

Valor operativo de la empresa	\$	4.593.556
K Invertido neto inicial		608.715
MVA		3.984.841

Valor terminal objetivo	7.751.710
--------------------------------	------------------

EVA		
EVA terminal		
EVAvt		
Factor de descuento		
Valor presente EVA		687.961
Valor presente EVA terminal		3.296.880
Valor agregado de mercado (MVA)		3.984.841
Capital invertido neto Inicial		608.715
Valor operativo de la empresa		4.593.556
Otros activos y pasivos		(146.461)
Valor total de la empresa	\$	4.447.095

VALORACIÓN POR EVA - Reduciendo activos netos				
165.219	160.811	166.460	170.936	182.284
				4.639.097
165.219	160.811	166.460	170.936	4.821.381
93,1%	86,8%	81,2%	75,9%	71,1%

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585