

**ORGANIZACIÓN TERPEL S.A.**  
BVC/TERPEL

*Primera cobertura o Cobertura continua*

Fecha de Valoración: Mayo 31 de 2017

**Recomendación: COMPRAR**

**Precio de la Acción y Valor del IGBC**

*Precio de la acción:* COP\$ 12.560  
*Valor del COLIR:* 919,24  
*Valor del COLEQTY:* 981,99  
*Potencial de valorización:* 22.3%  
*Precio estimado al final de 2017:* COP\$ 15.358

**Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados millones de pesos**

INDICADOR	AÑO								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	\$ 582,577	\$ 622,970	\$ 664,939	\$ 711,645	\$ 761,145	\$ 812,916	\$ 867,186	\$ 924,156	\$ 984,696
NOPAT	\$ 217,297	\$ 227,914	\$ 252,915	\$ 288,927	\$ 328,803	\$ 372,595	\$ 400,915	\$ 430,924	\$ 463,061
WACC	8.61%	8.48%	8.58%	8.80%	9.03%	9.25%	9.23%	9.20%	9.15%
FCL	\$ 93,292	\$ 121,904	\$ 153,281	\$ 197,261	\$ 246,223	\$ 300,768	\$ 341,789	\$ 386,590	\$ 435,877
ROE	5.27%	5.30%	5.67%	6.58%	7.60%	8.68%	9.27%	9.85%	10.40%
ROA	1.99%	1.96%	2.06%	2.38%	2.75%	3.18%	3.45%	3.72%	4.00%
ROIC	6.55%	6.69%	7.11%	7.79%	8.54%	9.34%	9.73%	10.10%	10.40%

**Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios**

*Capitalización Bursátil:* COP\$ 2.278.703.653.000  
*Acciones en Circulación:* 181.424.505  
*Volumen Promedio diario:* 23.273  
*Bursatilidad:* Baja  
*Participación índice:* COLIR (Desde noviembre de 2014, participación 0,485%)  
 COLEQTY (Desde noviembre de 2014, participación 0,477%)  
*Cotiza en:* Bolsa de Valores de Colombia  
*Beta:* 1,15  
*Rango en el último año:* COP\$ 8.460 – COP\$ 12.560 (Desde 1/01/2016 hasta 31/05/2017)

**Apreciación global de la Compañía**

*Localización:* Carrera 7 No. 75 - 51 Of 13-1. Bogotá - Colombia.

*Industria:* Combustibles, gasolina y gas.

*Descripción:* La Organización TERPEL S.A es una compañía dedicada a la distribución de productos derivados del petróleo y gas en Colombia, Ecuador, Panamá, Perú, México y República Dominicana.

*Productos y servicios:* Combustibles líquidos y lubricantes bajo la marca TERPEL, Gas Natural Vehicular, bajo la marca GAZEL Tiendas de conveniencia con las marcas Altoque, Ziclos y Deuna.

*Sitio web de la Compañía:* [www.TERPEL.com](http://www.TERPEL.com)

**Analistas:**

Diana Carolina Escudero B.  
 Adriana María Mazo E  
 David Antonio Pena

**Directora de la Investigación de Inversión:**

Sandra Contanza Gaitan

**Asesor de Investigación:**

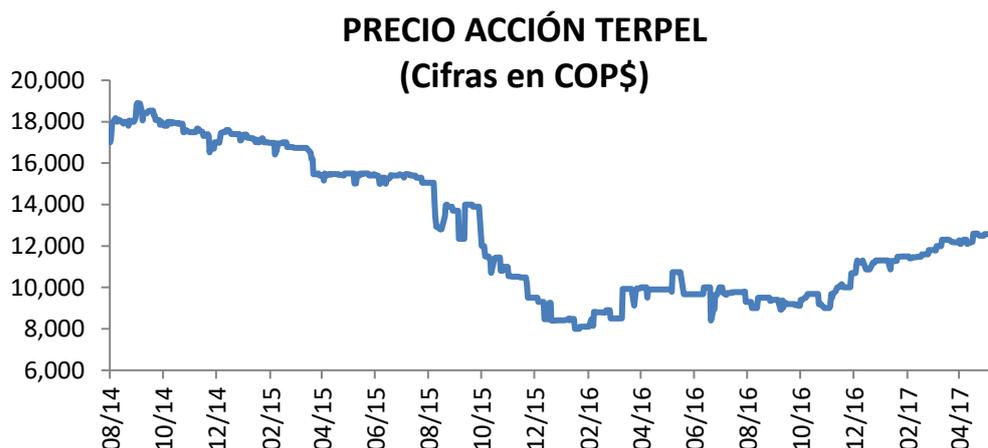
Diego Alexander Restrepo

**DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO**

La acción de TERPEL empezó a comercializarse en el mercado accionario de Colombia, el 19 de agosto del 2014 con un valor inicial de COP\$14.760. Desde esa fecha, la acción ha tenido, en general, un desempeño descendente con algunos momentos puntuales de alza, esto, obedeciendo al comportamiento del mercado accionario en Colombia. La compañía estimaba que el precio de lanzamiento de la acción iba a estar entre los COP\$14.000 y los COP\$16.000. En el primer semestre del 2016 la acción tuvo un comportamiento alcista, pasando de COP\$ 8.460 a principios de año, a COP\$ 10.000 al 30 de junio y en el segundo semestre, la acción se estabilizó alrededor de los COP\$ 10.000, durante el mes de diciembre de 2016 la acción logró alcanzar el precio de COP\$ 11.300. Actualmente el precio de la acción en el mercado accionario colombiano es de COP\$ 12.560.

Durante el tiempo que lleva la acción en el mercado de valores, se ha observado que el valor más alto fue de COP\$19.000, y el menor valor transado ha sido cercano a los COP\$8.000, como se aprecia en la Gráfico 1.

Gráfico 1. Precio de la acción



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

En menos de un año de transacciones en el mercado de la Bolsa de Valores de Colombia, la acción entró al índice COLCAP como una de las acciones más líquidas e importantes del país. En octubre de 2015 la acción salió del índice por la poca liquidez que tenía, lo cual se evidencia analizando el volumen de acciones transadas de TERPEL en relación con el volumen total transado en la Bolsa de Valores de Colombia el cual refleja un porcentaje de un orden sumamente bajo ver gráficos 3 .

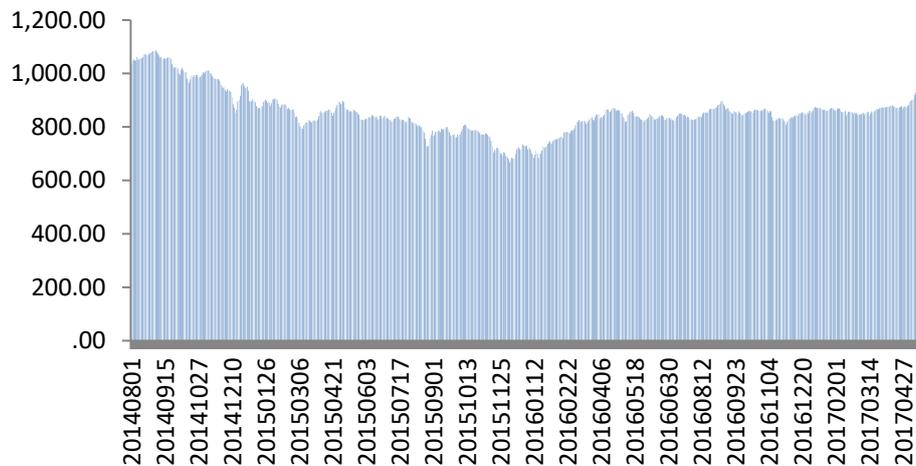
Actualmente, la acción de TERPEL se encuentra listada en los índices COLIR y COLEQTY. El COLIR es un índice que está compuesto por las acciones de las empresas que cuentan con el Reconocimiento Emisores 013 IR, es decir, emisores que han adoptado voluntariamente las mejores prácticas requeridas por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), y que hacen parte del índice COLEQTY, donde la participación de cada acción es determinada por el flotante de cada una de las especies. La máxima participación que

puede tener una acción en el índice en la fecha de cálculo de la canasta informativa, es del 10%. La participación de TERPEL en este índice a finales de diciembre de 2016 fue del 0,485%.

El COLEQTY es un índice que está compuesto por las 40 acciones con mejor función de selección de la Bolsa de Valores de Colombia, donde la participación de cada acción es determinada por el flotante de cada una de las especies. La participación de TERPEL en este índice, a finales de diciembre de 2016, fue del 0,477%.

Gráfico 2. Índice COLIR

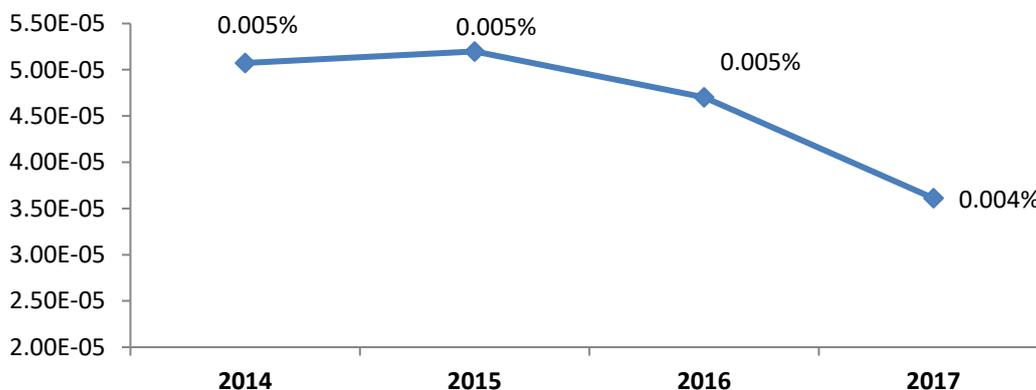
### Índice COLIR



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

Gráfico 3. Relación anual CANTIDADES transadas – TERPEL Vs BVC

### Relación Anual CANTIDADES Transadas Terpel vs BVC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Como resultado de la evaluación realizada a la Organización Terpel S.A. tanto por el método de flujo de caja libre descontado como por el método de los múltiplos, recomendamos la COMPRA de la acción, dado que tiene un potencial de valorización del 22,3%, lo anterior va muy de la mano con la estrategia de crecimiento de la compañía, la cual tiene por meta crecer aproximadamente un 6% anual.

Cabe resaltar que la Organización Terpel S.A. es una compañía que ha mantenido un nivel de apalancamiento adecuado y por ende los niveles de calificación de riesgo se han mantenido estables durante los últimos años, adicional a lo anterior, TERPEL sigue siendo la empresa número uno (1) en Colombia en la distribución y comercialización de combustibles líquidos y la que mayor cobertura tiene en el país.

## TESIS DE INVERSIÓN

Terpel S.A es una compañía que durante los últimos años, ha presentado un sólido crecimiento y que tiene como meta a corto plazo "Ser los líderes en participación de mercado, con el mejor posicionamiento de marca, reconocidos como la número uno en servicio y compromiso por el país". Actualmente, tiene la oportunidad de crecer su presencia en el país a través de los proyectos viales que se están ejecutando y se tienen planeados a mediano y largo plazo como las vías 4G; y por otra parte, se espera una posible compra de Exxon Mobile. A pesar que la tecnología de carros eléctricos puede ser una amenaza para la compañía, el hecho de que ha establecido un contrato con una empresa distribuidora de energía, le brinda la oportunidad de incorporarse en dicho mercado con una nueva línea de negocio.

## VALORACIÓN

La valoración de la Organización TERPEL S.A. se llevó a cabo teniendo en cuenta la metodología de flujo de caja libre descontado, el cual para una empresa como la que estamos analizando es muy apropiado, dado que, permite analizar a través de la información financiera histórica y proyectada de la compañía el valor de compra o venta de la misma.

Así mismo se realizó la valoración por el método de los múltiplos, como una manera de analizar y comparar la Organización TERPEL S.A. con compañías similares tanto en la industria como en tamaño, a nivel nacional e internacional.

La recomendación de compra de la compañía está sustentada en un valor presente neto de TERPEL de COP\$ 1.382.156 millones considerando todos los componentes de la compañía que le generan valor a la misma, lo que nos lleva a valorar la compañía en COP\$ 4.078.171 millones, es decir un precio por acción de COP\$ 15.358, lo que implica que el valor de la acción de hoy tiene un potencial de valorización del 22,3%. Esto es consecuente con las estrategias que la empresa está llevando a cabo para crear valor.

La tasa que se utilizó para descontar los flujos de caja futuros de la compañía fue del 9,52%, la cual considera los costos del pasivo y del patrimonio y las demás variables que se muestran en la Tabla 1.

Tabla 1. Cálculo del WACC

PARÁMETROS	may-17	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Costo del patrimonio</b>										
Rf	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%	2.26%
ERP	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%
EMBI Spread	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Riesgo país	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
BU,sector	0.69x									
D/E	66.95%	97.11%	100.24%	102.00%	101.66%	99.42%	95.24%	90.34%	85.40%	80.48%
Caja/Valor firma	6.15%	7.55%	7.72%	7.90%	8.14%	8.41%	8.71%	9.07%	10.04%	11.63%
Tasa de impuestos	39.18%	42.90%	44.55%	42.90%	39.60%	36.30%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
BL	1.15x	1.07x	1.07x	1.09x	1.11x	1.13x	1.13x	1.11x	1.08x	1.06x
BL (corregida por caja)	1.08x	0.99x	0.99x	1.01x	1.02x	1.03x	1.03x	1.01x	0.98x	0.94x
ke USD	10.24%	9.77%	9.76%	9.84%	9.93%	9.98%	9.98%	9.85%	9.68%	9.48%
Inflación LP país	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
Inflación USA	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%
ke moneda COP	11.64%	11.16%	11.16%	11.24%	11.33%	11.38%	11.38%	11.25%	11.08%	10.88%
<b>Costo de la deuda (Kd)</b>										
kd	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%	10.46%
kd (1-t)	6.36%	5.97%	5.80%	5.97%	6.32%	6.66%	7.01%	7.01%	7.01%	7.01%
Equity	2,278,704	1,570,991	1,615,280	1,667,003	1,733,870	1,814,654	1,911,699	2,015,479	2,132,031	2,262,303
Deuda	1,525,572	1,525,572	1,619,118	1,700,328	1,762,570	1,804,211	1,820,772	1,820,772	1,820,772	1,820,772
E/(D+E)	59.90%	50.73%	49.94%	49.51%	49.59%	50.14%	51.22%	52.54%	53.94%	55.41%
D/(D+E)	40.10%	49.27%	50.06%	50.49%	50.41%	49.86%	48.78%	47.46%	46.06%	44.59%
<b>WACC</b>	<b>9.52%</b>	<b>8.61%</b>	<b>8.48%</b>	<b>8.58%</b>	<b>8.80%</b>	<b>9.03%</b>	<b>9.25%</b>	<b>9.23%</b>	<b>9.20%</b>	<b>9.15%</b>

Fuente: Elaboración propia

## VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Para realizar la valoración por múltiplos, se han seleccionado empresas del sector a nivel continental, dado que Colombia no cuenta con compañías de la misma industria y del mismo tamaño que permitan realizar dicha comparación. Las firmas con que se ha realizado la valoración por múltiplos, son las siguientes:

- Ecopetrol: Empresa Colombiana, dedicada al ejercicio de las actividades propias de la industria y el comercio del petróleo y sus afines. Ocupa el puesto 114 entre las más grandes del mundo; en Latinoamérica es la segunda más grande según la revista Forbes, y está clasificada con el número 14 como mejor empresa petrolera del mundo.
- Petrobras: Empresa Brasileira mixta dedicada a la exploración y producción de petróleo. Con más de 50 años de experiencia en la industria hidrocarburífera.
- Exxon Mobil: Empresa petrolera estadounidense, con más de 100 años en el mercado. Dedicada a la explotación, elaboración y comercialización de productos petroleros y gas natural.
- ChevronCorp: Empresa petrolera estadounidense, con más de 100 años en el mercado. Dedicada a la exploración, producción, fabricación, transporte, refinación, almacenamiento y comercialización de petróleo crudo, gas y sus derivados, entre otros.
- Compañía de Petróleos de Chile, Copec SA: Empresa de distribuidora de combustibles chilena, con más de 80 años de experiencia en el sector.

Tabla 2. Valoración por múltiplos del sector

MULTIPLoS COMPARABLES				
EMPRESA	PAÍS	EV/Ebitda	P/VL	P/E
Terpel	Colombia	7.00	1.04	16.28
Ecopetrol	Colombia	5.93	1.14	74.08
Petrobras	Brasil	6.73	0.76	46.87
COPEC SA	Chile	10.38	1.28	29.01
Exxon Mobil	Estados Unidos	8.18	1.99	39.89
Chevron Corp	Estados Unidos	6.95	1.45	109.65
Mínimo		5.93	0.76	16.28
Promedio		7.53	1.28	52.63
Máximo		10.38	1.99	109.65

Fuente: Elaboración propia

Valoración de la acción por comparables según precio/valor en libros.

Tabla 3. Valoración por comparables según precio/valor en libros

	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
Valor intrínseco estimado por acción de TERPEL	\$ 8,745	\$ 8,745	\$ 8,745
Múltiplo P/VL de comparables	0.76	1.28	1.99
Valor de la acción de TERPEL por Múltiplo según P/VL	\$ 6,646	\$ 11,164	\$ 17,402

Fuente: Elaboración propia

Valoración de la acción por comparables según precio/ganancia.

Tabla 4. Valoración por comparables según precio/ganancia

	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
Valor utilidad neta por acción de TERPEL	\$ 1,083	\$ 1,083	\$ 1,083
Múltiplo RPG de comparables	16.28	52.63	109.65
Valor de la acción de TERPEL por Múltiplo Precio/Ganancia	\$ 17,634	\$ 57,008	\$ 118,771

Fuente: Elaboración propia

Valoración de la acción por comparables según EV/Ebitda.

Tabla 5. Valoración por comparables según EV/Ebitda

	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
Ebitda	\$ 659,700	\$ 659,700	\$ 659,700
Valor de la empresa	\$ 3,912,021	\$ 4,966,467	\$ 6,847,686
Valor de la deuda financiera neta	\$ 1,440,788	\$ 1,440,788	\$ 1,440,788

	MÍNIMO	PROMEDIO	MÁXIMO
Valor patrimonial	\$ 2,471,233	\$ 3,525,679	\$ 5,406,898
Número de acciones en circulación	181.43	181.43	181.43
Múltiplos	5.93	7.53	10.38
Valoración de la acción por comparables según EV/Ebitda	\$ 13,621	\$ 19,433	\$ 29,802

Fuente: Elaboración propia

De acuerdo con los resultados obtenidos de la valoración por múltiplos, se encuentra que el valor actual de la acción de TERPEL S.A COP\$12.560, está subvalorada en el mercado, lo cual confirma la recomendación de compra, dado que se aprecia que la acción tiene un alto potencial de valoración en el mediano y largo plazo.

### ANÁLISIS DE ESCENARIOS

A continuación se presenta el análisis de sensibilidad para el precio objetivo de la acción, variando el WACC y crecimiento a perpetuidad (G) en un 1%. Donde se puede apreciar que dicho precio oscila entre COP\$ 13.822 Y COP\$ 25.473.

Tabla 6. Sensibilidad WACC Vs g

		G terminal				
		4.81%	5.81%	6.81%	7.81%	8.81%
WACC (MXN)	15,358.38					
	7.5%	23,639.64	30,579.52	56,946.26	101,367.96	13,381.90
	8.5%	17,409.57	19,497.68	24,021.66	41,209.67	61,992.53
	9.5%	13,822.46	14,382.70	15,355.72	17,463.80	25,473.07
	10.5%	11,490.81	11,437.63	11,355.83	11,213.76	10,905.95
	11.5%	9,853.67	9,523.31	9,052.80	8,328.96	7,071.80

Fuente: Elaboración propia

### ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La Organización TERPEL S.A, se encuentra inmersa en la industria de la distribución de combustibles líquidos y gas natural vehicular, los cuales en Colombia y en los países donde tiene presencia la compañía, son de suma importancia para el desarrollo económico de cada país. Colombia es el país donde TERPEL tiene la presencia más relevante, con una participación del 38 % del mercado en cuanto a combustibles líquidos, 46% en gas natural vehicular y 78% en JET A1, ateniendo el mercado de aviación.

Figura 1. Cobertura de TERPEL a nivel regional



(\*) Fuente: Terpel. Cifras a mar-17; Colombia Feb-17

(\*\*) La participación en Ciudad de México es del 100%

(\*\*\*\*) 1883 EDS de combustibles líquidos (226 propias) y 287 EDS de GNV, de las cuales 179 EDS son tanto de GNV como de líquidos

(\*\*\*\*\*) 34 EDS de GNV, 11 EDS de combustibles líquidos y 14 EDS de GLP

No. EDS mar-16: Colombia-> 1961, Panamá-> 117, Ecuador-> 57, México-> 8, Perú-> 35

No. 🛢️	No. ✈️	Ranking	% Part. Mercado*	Líneas de negocio
8	--	1	56%**	🛢️ (GNV)
--	5	2	30%	✈️ 🏭
130	--	2	23%	🛢️ 🚰 🚚 🚛
1.991***	20	1	38% EDS+IND 46% GNV 78% Aviación	🛢️ 🚰 🚚 🚛 ✈️
58	--	5	7%	🛢️ 🚰 🚚
38****	--	2	13%	🛢️ GNV Líquidos GLP

3

Fuente: Presentación resultados 1T2017, disponible en: [www.TERPEL.com](http://www.TERPEL.com)

El negocio de la distribución de combustibles en Colombia es un mercado que está regulado por el Estado Colombiano, a través del Ministerio de Minas y Energía, y está compuesto por cuatro actores principales:

1. El Ministerio de Minas y Energía y sus entidades asociadas, quienes son los encargados de fijar el precio y los márgenes de los combustibles.
2. El productor o refinador, ECOPEL, que es una empresa estatal de economía mixta, encargada de la exploración, explotación, refinación; transporte, almacenamiento, distribución y comercialización de los hidrocarburos.
3. Los mayoristas. Actualmente el país cuenta con 18 empresas dedicadas a la distribución mayorista.
4. Los minoristas. En el país hay aproximadamente 5.000 estaciones de servicio, de las cuales 1991 están afiliadas a la marca TERPEL. El 11,35 % de las estaciones de servicio a nivel nacional son propiedad de TERPEL, es decir, cerca del 88,65 % de las estaciones que distribuyen la marca TERPEL, están afiliadas a la misma bajo la figura de franquicia.

La entrada de agentes mayoristas y minoristas al mercado de la distribución de los combustibles en el país es libre.

El mercado de los minoristas es un mercado que viene creciendo en el país, cada año se abren alrededor de 125 estaciones de servicio y se cierran entre cinco (5) y seis (6). Hace 15 años los contratos de los minoristas con las marcas de los mayoristas duraban entre 15 y 20 años, hoy en día se hacen por periodos promedio de siete (7) años, lo que genera un mercado más dinámico. Dado que las ganancias para los mayoristas y los minoristas están regulados por el Estado, para Fendipetroleo es un negocio de márgenes, mientras que para TERPEL es un mercado de volumen. TERPEL es la marca mayorista en el país con el mayor número de plantas de abastecimiento.

Para la organización TERPEL, la venta de gasolina corriente es la fuente principal de sus ingresos. Su precio se encuentra determinado en virtud a la Resolución 91865 del 27 de

diciembre de 2012, mediante documento técnico que es actualizado mensualmente por el ministerio de Minas y Energía. Los ítems que determinan el precio son los siguientes:

1. Ingreso al productor: Valor que recibe el proveedor del petróleo (Ecopetrol) y productores de Etanol y Biodiesel.
2. Impuesto Nacional: Cobro de impuesto establecido por el Decreto 0568 de 2013.
3. Tarifa de Marcación: Costo del producto empleado para marcar el combustible entregado por Ecopetrol, creada con el objetivo de conocer la procedencia del combustible, prevenir el robo, la evasión de impuestos y el contrabando.
4. Tarifa de Transporte por poliductos: Costo máximo del transporte del producto a través del sistema de poliductos o carrotanques.
5. Margen plan de continuidad: Margen dirigido a remunerar a Ecopetrol las inversiones en el plan de continuidad para el abastecimiento del país.
6. Precio Máximo de Venta al Distribuidor Mayorista: Costo de venta del distribuidor mayorista.
7. Margen al distribuidor mayorista: Remuneración del distribuidor minorista.
8. Sobretasa: Impuesto a cargo de los distribuidores mayoristas, productores e importadores, creada mediante la Ley 488 de 1998.
9. Precio Máximo en Planta de Abastecimiento Mayorista: Precio de venta en planta al distribuidor minorista.
10. Margen del distribuidor minorista: Remuneración del distribuidor minorista.
11. Perdida por evaporación. Reconocimiento de pérdidas por evaporación.
12. Transporte de la planta de abastecimiento mayorista a estación: Costo máximo del transporte del producto a la EDS.
13. Precio Máximo de Venta por galón: Precio al consumidor final.

Las variables macroeconómicas que afectan esta industria son el PIB, como determinante de la demanda y la Tasa Representativa del mercado, que junto con el precio internacional del barril de petróleo, afectan las valoraciones de inventarios y el precio de venta de los combustibles.

En contraste con otros países, TERPEL es un caso particular, ya que se dedica solamente a la distribución de combustibles, en la mayoría de países, las compañías de esta industria hacen parte de la explotación, refinamiento y distribución (upstream, meadstream y downstream) y no solo a la distribución como TERPEL. En la región existen actores importantes como Petrobras de Brasil y COPEC en Chile, pero solo este último se asemeja a TERPEL, al tener una participación del mercado de 59% en la distribución. En los mercados de Norte América y Europa, los actores principales pertenecen tanto a la extracción como a la distribución y están menos regulados que en los países con economías menos desarrolladas. A nivel internacional los distribuidores se han visto afectados por el bajo precio del crudo, lo que se ha transferido a bajo precio en la distribución, haciendo sus márgenes más bajos; de todas maneras se espera una estabilización a corto plazo

TERPEL tiene presencia en 6 países distintos a Colombia, en donde ha tenido un comportamiento mixto el último año. Mientras en países como Panamá y Perú ha aumentado su participación de mercado, siendo el 23% y 13% respectivamente, en países como República Dominicana y México ha disminuido su participación. En estos

países tiene una participación de 30% en combustible de aviación (República Dominicana) y 56% en GNV (México); es de anotar que en este último tiene el 100% del mercado en Ciudad de México y su caída en la participación total del mercado ha sido por nuevos participantes en el resto del país. En Ecuador TERPEL ha permanecido igual con una participación del 6%

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

TERPEL S.A es una compañía que como organización ha tenido varios cambios durante su ciclo de vida, los cuáles siempre han sido en pro de la empresa. Esta compañía inició operaciones en 1968 en el departamento de Norte de Santander, como una solución al desabastecimiento de combustibles en esa época, entre 1972 y 1993 se instala la primera fábrica de lubricantes e incursiona en el mercado de la aviación y marinos. Entre los años 2004 y 2006, incursiona en la distribución del gas natural en México y entra al mercado ecuatoriano; un año más tarde abre operaciones en Panamá y Chile, adquiriendo en este último país la Petrolera Nacional. Entre el año 2011 y el 2012, TERPEL S.A entra al mercado de la aviación en República Dominicana y en el año 2014 sufre una fusión reorganizativa y se lista en la Bolsa de Valores de Colombia.

En el año 2011, COPEC, una empresa líder en el retail de combustibles, adquirió el 58,9% de las acciones de TERPEL, dándole un nuevo enfoque y generando una nueva estrategia de operación que incluye mejorar las infraestructuras de las estaciones de servicio, brindar un precio más competitivo de los combustibles y ofrecer un servicio de mejor calidad al cliente final, buscando fidelizarlos y obtener un mejoramiento en el posicionamiento de la marca, lo que en el largo plazo se puede traducir en mayores utilidades.

## COBERTURA REGIONAL

La compañía TERPEL S.A, lleva más de 45 años en el mercado colombiano, con un excelente desempeño. Durante la última década, TERPEL ha venido abriendo sus fronteras conquistando los siguientes mercados:

- **México y Ecuador.** Entre 2004 y 2006 TERPEL adquiere las empresas Ecomex y Lutesa
- **República Dominicana.** Entre 2011 y 2012, TERPEL incursiona en el negocio de la aviación en República Dominicana.
- **Panamá y Chile.** En el 2007 TERPEL adquiere la Petrolera Nacional y realiza la adquisición de Repson YPF en Chile.
- **Colombia.** En 1968, en la ciudad de Bucaramanga se fundó TERPEL, como una respuesta a la escasez de combustible en la zona.
- **Perú.** En 2009 se expande la red del negocio de gas natural vehicular, Gazel.

## ANÁLISIS DOFA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS

Tabla 7. Análisis DOFA

--	--

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<p>Líder en el mercado colombiano de distribución de combustibles líquidos.</p> <p>Tener la mayor red de distribución de combustibles líquidos y de gas natural vehicular.</p> <p>Amplia cobertura en el territorio nacional.</p> <p>Tiene suficientes plantas de almacenamiento de combustibles en todo el país, por lo que puede abastecer a sus competidores.</p> <p>Campaña de fidelización de clientes del GNV.</p> <p>Lanzamiento hace poco de las bahías exclusivas para los motociclistas, y del lubricante especial para motos TERPELS.A, no depende de clientes que representen más del 5% de los ingresos para cada negocio, sin embargo, en el sector de la aviación depende fuertemente de un solo proveedor.</p> <p>Para asegurar el buen estado y la buena capacidad de los equipos que actualmente se encuentran en las EDS, la compañía ha venido renovando algunas estaciones de Servicio</p>	<p>En Colombia, ganar más participación del mercado comprando la marca Exxon Mobile</p> <p>Ganar más participación del mercado en México y Panamá, dados los planes de expansión económica de dichos países.</p>
	<p><b>DEBILIDADES</b></p>
	<p>No tiene control sobre el precio de compra y venta de los combustibles líquidos.</p> <p>Márgenes regulados por el Ministerio de Minas y Energía.</p>
	<p><b>AMENAZAS</b></p>
	<p>Baja de en la demanda de combustibles líquidos por posibles desaceleraciones económicas en los países donde hace presencia.</p> <p>Caída en el precio de los combustibles, que pueden ocasionar pérdidas por decaje.</p> <p>Aumento en los impuestos</p> <p>Disminución de los márgenes de ganancia decretados por el gobierno</p> <p>Comercialización de nuevas energías (Carros eléctricos).</p>

Fuente: Elaboración propia

## PRODUCTOS Y SERVICIOS

- **Estaciones de Servicio para combustibles y gas natural vehicular.** Cuenta en total con 2225 EDS. En Colombia, tiene 1991 estaciones distribuidas en todo el país, de las cuales 226 son propias en Colombia y el resto son franquiciadas. Actualmente es el líder del mercado donde tiene una participación del 38% en EDS, 46% GNV y un 78% en Aviación, abasteciendo 20 aeropuertos.
- **Tiendas y otros servicios.** Durante los últimos años, TERPEL ha venido incursionando en el negocio de los servicios complementarios con la creación de las tiendas de conveniencia, las cuales ha venido desarrollando bajo las modalidades de: Altoque, donde ofrece servicios de alimentación, servicios de baños, Wifi y zonas de descanso y juegos; Deuna y Toque permiten al usuario de las EDS tener servicios de snacks y cajeros automáticos mientras tanquean; Ziclos brinda al usuario final un sistema moderno y novedoso de lavado de vehículo.
- **Aceites lubricantes.** TERPEL cuenta con una planta de lubricantes y un laboratorio acreditado en la ciudad de Bucaramanga, certificados por las normas ICONTEC aplicables a cada caso. La compañía ha desarrollado lubricantes de última generación y amigables con el medio ambiente. Entre las marcas listadas se encuentran: TERPELaxter, TERPELOiltec y TERPELCelerity. Las ventas de los lubricantes representan el 0,4% del volumen.

- **Industria.** Consiste en el suministro de combustibles en las instalaciones del cliente industrial. Esta operación se concentra en los sectores de minería, petróleo, transporte, construcción y agroindustria. La participación del mercado es del 29,7%.
- **Marinos.** Es el suministro del combustible bunker para las grandes embarcaciones que mueven la carga que llega a puertos Colombianos.
- **Aviación.** Suministra combustible tipo JET A1 y Avgas ÁS. Por sus estándares en la operación, ha logrado ser un socio estratégico de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA). En Colombia es el principal proveedor del aeropuerto el Dorado y es líder con un 81% de participación.

## ESTRATEGIA

Actualmente TERPEL viene adoptando las buenas prácticas que COPEC ha implementado en Chile, y las cuales le han generado un aumento en las ventas del 6%.

- **La mejor infraestructura.** Durante los últimos años la organización ha venido mejorando sus estaciones de servicio, con el fin de que los clientes encuentren espacios más agradables, iluminados e innovadores. Donde los usuarios puedan encontrar baños como los de sus casas. En el año 2014 se renovó la imagen de 400 estaciones de servicio, para lo cual se instalaron jardines, luminarias LED y avisos y señalizaciones con la mejor tecnología, se renovaron además 220 baños.
- **El mejor servicio.** El servicio de TERPEL está orientado a brindarle una experiencia memorable a sus usuarios, para lo cual han venido capacitando a sus isleros, con el fin de ofrecer una respuesta rápida, eficiente y con amabilidad.
- **El mejor precio.** Con el fin de atraer más clientes, TERPEL se ha empeñado en ofrecer los mejores precios del mercado de los combustibles líquidos y del gas natural vehicular.

## DESARROLLOS RECIENTES

Durante el último año, la organización TERPEL, en su afán por brindar un mejor servicio a los usuarios, ha venido implementando una serie de mejoras en sus estaciones de servicio, como bahías de abastecimiento de combustible, solo para motociclistas; en más de 400 EDS se ha incorporado PAGOCLICK, una aplicación que permite al usuario pagar de forma confiable, rápida y segura el combustible desde su teléfono móvil, para lo cual solo requiere instalar la aplicación y tener una tarjeta de crédito, adicional a lo anterior, el usuario tendrá la oportunidad de acceder al historial de las transacciones, y por ende, llevar el control de las compras de combustible.

Pensando en el mercado de los motociclistas TERPEL ha desarrollado el lubricante Celerity 10W-40 sintético API SN, Jaso Mazo, el cual es especial para las motos, al brindarles un incremento en la potencia y en el torque de motor. Dicho lubricante ya fue patentado ante la SIC. Por otra parte, pensando que el futuro de la movilidad en

Colombia está en la electricidad, TERPEL ha suscrito un acuerdo con CODENSA para desarrollar puntos de carga eléctrica en las estaciones de servicio. TERPEL seguirá con la investigación en el desarrollo de nuevas alternativas energéticas para el transporte.

## ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Teniendo en cuenta que para TERPEL, su mercado más importante es el de Colombia, a continuación mostraremos los principales competidores de TERPEL en el mercado de distribución de combustibles, según las principales cifras de balance y resultados, así:

Tabla 8. Principales cifras competidores TERPEL

No.	Empresa	Estado de Resultados			Activos	Pasivos	Patrimonio
		Ingresos Operacionales	EBITDA	Resultado Neto	Activo Total	Pasivo Total	Patrimonio Total
1	Organización Terpel SA	\$ 14,431,614	\$ 516,227	\$ 196,516	\$ 4,131,829	\$ 2,545,347	\$ 1,586,481
6	Gunvor Colombia CI SA	\$ 663,759	\$ (5,848)	\$ 105	\$ 226,126	\$ 223,295	\$ 2,831
15	Puma Energy Colombia Combustibles SAS	\$ 172,894	\$ (10,482)	\$ (5,978)	\$ 57,681	\$ 8,547	\$ 49,134

Cifras correspondientes a los Estados Financieros a Cierre de 2016.

Fuente: disponible en: [www.sectorial.co](http://www.sectorial.co)

Los datos anteriormente expuestos muestran el ranking del mercado de combustibles en Colombia organizado de mayor a menor por valor de ingresos operacionales, ocupando así el primer lugar la Organización Terpel.

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

TERPEL S.A, cuenta con un gobierno corporativo que ha desempeñado una buena gestión en los últimos años. Recientemente la compañía recibió el premio Andesco, en la categoría de Mejor Entorno de Gobierno Corporativo para Empresas de otro sector de la economía nacional, en temas de gobernanza, ética y transparencia. Como un reconocimiento a los esfuerzos realizados por la empresa en torno a la Responsabilidad Social Empresarial, la preservación y conservación del medio ambiente y por sus aportes sociales y económicos al desarrollo sostenible del país. Adicional a lo anterior, TERPEL S.A, ha sido reconocida como una empresa fundamentada en la ética y la transparencia, por lo cual, durante los últimos dos (2) años ha recibido el reconocimiento de emisores IR (Investors Relations).

TERPEL, S.A es una compañía que día a día viene generando valor, no solo para sus inversionistas sino para todos sus grupos de interés, es decir, vela por el bienestar de sus empleados y le genera, no solo valor a sus inversionistas, sino también a sus clientes, proveedores y al Estado.

TERPEL es una organización que ha sido denominada como aliado país, no solo por su afán de apoyar los programas de postconflicto en las diferentes regiones del país, sino también por darles la oportunidad a personas en proceso de reintegración de tener un trabajo digno. Un claro ejemplo de lo anterior es que solo durante el año 2015, en la ciudad de Bogotá, TERPEL generó más de 520 empleos directos.

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

**Principales Accionistas**

Según reporte del 30 de diciembre de 2016, existe un principal accionista y controlador que es COPEC, con el 58,5% de las acciones en circulación; otros inversionistas tienen el 25,6%, y como libre flotación se tiene el 15,9% de las acciones.

**Liquidez accionaria**

En la actualidad, la acción de TERPEL presenta una baja liquidez en el mercado, a pesar que llegó a ser parte del índice COLCAP meses después de su lanzamiento en bolsa OPA. El 3 de noviembre de 2015, TERPEL fue retirada de dicho índice y en la actualidad, tanto el volumen transado como el número de operaciones no son representativos, y hasta en algunas jornadas es nulo.

**Política de Dividendos**

En el análisis histórico que se hizo de los estados financieros de la compañía TERPEL S.A., se encontró que el porcentaje de dividendos a entregar ha sido siempre del 50% de la utilidad, después de impuestos. Se utilizó el mismo porcentaje para la proyección, ya que no existe evidencia dentro de lo expresado por la junta directiva, ni por la empresa controladora de que se presenten cambios en la política.

**RIESGOS DE INVERSIÓN****Riesgo de Mercado (nacional e internacional, precio) - Alto**

Por ser una empresa que depende del petróleo, el cual es un bien que se transa a nivel internacional, la Organización TERPEL se encuentra expuesta a las afectaciones por las variaciones en el precio del petróleo, y en el estado actual de la economía nacional, cuyo panorama pasa por un periodo de desaceleración.

Otro riesgo importante, desde el ámbito del mercado, es la exposición al contrabando, el cual, dadas las políticas de cierre de fronteras entre Colombia y Venezuela, últimamente ha disminuido; así como la aparición de productos sustitutos.

**Riesgo de tipo de cambio - Medio**

Aunque los precios de los combustibles en el mercado Colombiano están regulados por el Ministerio de Minas y Energía y por ende los márgenes a los distribuidores mayoristas y minoristas del país son valores fijos, el riesgo cambiario que la compañía enfrenta está más relacionado con los ingresos en los demás países donde tiene presencia y el precio no está regulado.

**Riesgo de escasez de recursos naturales (Producto) - Bajo**

Este es un riesgo que constantemente amenaza la industria, que depende de la exploración y explotación del petróleo y gas natural, dado que estos son recursos naturales agotables y de los cuales actualmente tenemos reserva para seis (6) y diez (10) años, respectivamente. TERPEL siempre está buscando minimizar los efectos secundarios sobre el medio ambiente.

**Riesgo Operativo - Medio**

La organización TERPEL, por ser una compañía con presencia en casi todo el territorio nacional, se ve expuesta a diversas situaciones que pueden afectar el normal desempeño de las estaciones de servicio, plantas de abastecimiento y almacenamiento; así como de sus vehículos transportadores, los cuales van desde hurtos, fraude de empleados, daños en las instalaciones como incendios o explosiones, hasta la contaminación de suelos y aguas por un rompimiento o fuga de uno de sus tanques enterrados.

Otro de los riesgos a los cuales se debe enfrentar la compañía son las alteraciones de orden público, como paros de transportadores, para lo cual la compañía ha aumentado sus plantas de almacenamiento con el fin de evitar posibles desabastecimientos

#### ***Riesgo Financiero - Bajo***

En el 2014 se hizo una restructuración de su deuda a través de bonos públicos. La demanda de capital para la inversión en la renovación de imagen y nuevas estaciones de servicio puede hacer que su calificación de deuda cambie.

#### ***Riesgo Sindical - Bajo***

La organización TERPEL tiene un pacto colectivo firmado hasta finales de 2016 con el 90% de sus empleados, su proceso de re-negociación podría traer riesgos operativos a la empresa si no se llega a un nuevo acuerdo rápidamente o en buenos términos.

#### ***Riesgo Legal o de Regulación - Alto***

Dado que los ingresos a los distribuidores mayoristas y minoristas son regulados, existe el riesgo de que el gobierno decrete márgenes menores a los actuales, por ser una industria regulada, la compañía no tiene como mitigar este riesgo.

### **EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**

#### ***Ventas estimadas***

La proyección de las ventas estimadas para los próximos 9 años se calculó para Colombia con base en las demandas de consumo de combustibles, proyectadas por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) para los próximos años, así como la proyección del precio de combustible que tiene la UPME. La base para la proyección de las ventas en el resto de países donde TERPEL tiene presencia, se calculó con base en las expectativas de crecimiento del producto interno bruto de cada país. Es de resaltar que, tanto en Colombia como en el resto de países, estamos apostando a que la organización continúe ganando presencia dentro de cada mercado, bien sea el que se encuentra desatendido o el que se adhiere a TERPEL como resultado de las estrategias antes mencionadas.

**Gráfico 4. Evolución ventas TERPEL**

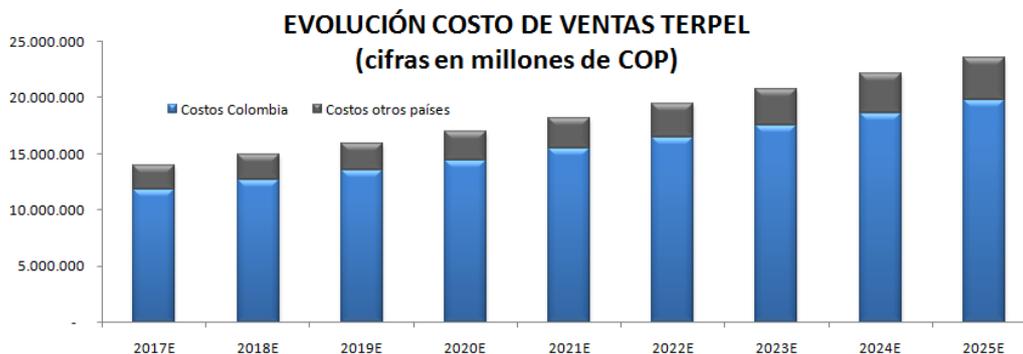


Fuente: Elaboración propia

**Costo de la mercancía vendida**

Para valorar el costo de las ventas por cada país donde TERPEL tiene presencia, realizamos una evaluación histórica, tanto de las partidas de ingresos como de costos de la compañía en los últimos tres años, y dado que tanto los ingresos y los costos han tenido un comportamiento constante, proyectamos para cada uno de los países el porcentaje de los costos históricos, respecto a los ingresos.

Gráfico 5. Evolución costo de ventas TERPEL



Fuente: Elaboración propia

**Gastos de administración y de comercialización**

Con base en las ventas y los gastos históricos por país, proyectamos el gasto operativo como un porcentaje de ventas, respecto a los gastos promedio de los últimos 3 años.

**SUPUESTOS DE INVERSION**

**CAPEX y Activos fijos**

Para la proyección del CAPEX se usó información expresada a través de la sala de prensa de TERPEL y su estrategia corporativa, que ha indicado que, con el fin de llevar a cabo las mismas prácticas empresariales que se hicieron en COPEC años atrás en Chile, se le dará prioridad a la renovación de la planta física de las diferentes EDS, junto a la capacitación y socialización de una nueva cultura organizacional, orientada al servicio y la experiencia del cliente final. Para realizar este cambio, TERPEL debe mantener sus niveles de inversión (CAPEX) altos por los próximos 2 años. De tal manera que para las proyecciones de los estados financieros, se usó esta información y se mantuvo el mismo

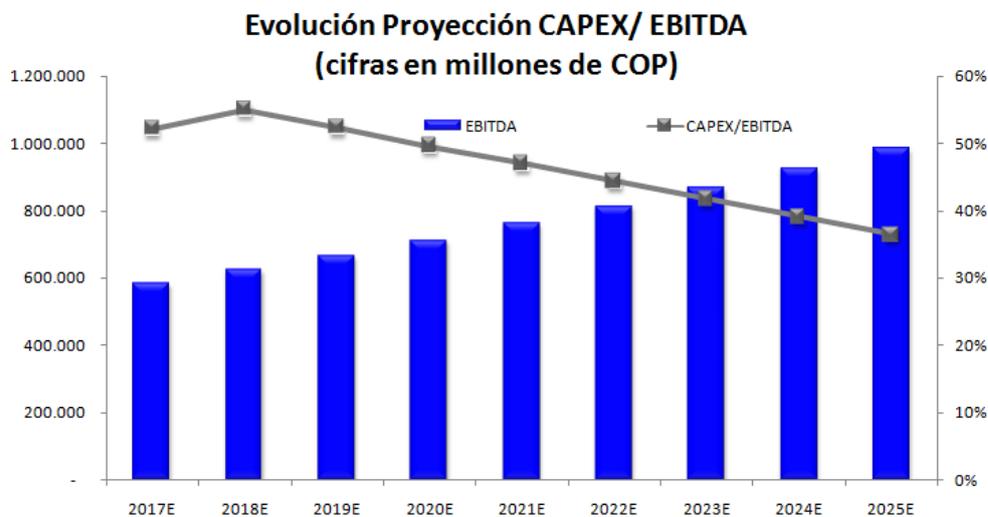
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

nivel de CAPEX (Cerca al 2,5%). Para los siguientes años se redujo gradualmente hasta llegar a un mínimo del 1,28%, el cual consideramos adecuado toda vez que se tiene como base un mínimo historio del 1.56%. Ver modelo.

### Intangibles

Con el fin de proyectar los intangibles, dado su efecto fiscal por las amortizaciones, se decidió variar los intangibles usando una porción del CAPEX. Para mantener los mismos niveles globales (no porcentuales) se definió el 51.5% como porcentaje del CAPEX, que aumentaría el valor de los intangibles y estos disminuirían con el mismo nivel de las amortizaciones históricas (0,3% de las ventas totales).

Gráfico 6. Evolución CAPEX/EBITDA



Fuente: Elaboración propia

### Capital de Trabajo

El capital de trabajo se definió como la variación entre los activos y los pasivos corrientes por cada uno de los años proyectados, de la siguiente forma:

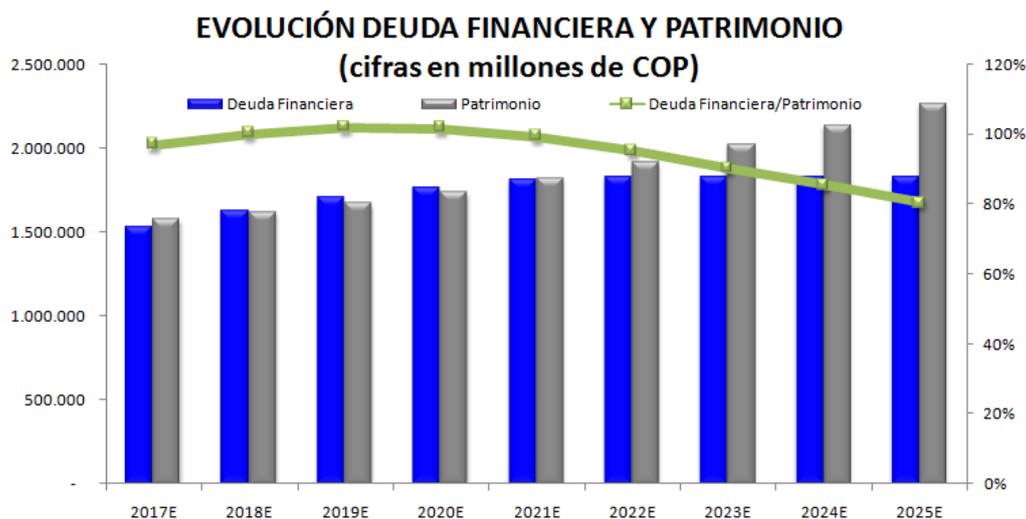
- **Activos Corrientes:**  
El activo corriente es el resultado de hacer el flujo de caja anual de las proyecciones realizadas. Para el activo corriente, diferente a efectivo, se proyectó usando el promedio de días histórico, que es igual a 26.
- **Pasivo Diferente a deuda:**  
Dado que el pasivo corriente es el resultado de la política de caja mínima expuesta en la próxima sección. Los pasivos diferentes a deuda se proyectaron usando el número de días de costo histórico, que para el 2016 fue 26.

### Estructura financiera. D/E ratio

Teniendo en cuenta que la compañía TERPEL S.A. ha sido muy cuidadosa en mantener los niveles de deuda constantes para continuar con la calificación AAA de Fitch Ratings, la estructura financiera de la compañía se definió de la siguiente forma:

- **Deuda:**  
El modelo financiero construido hace un cierre contable mediante la caja y el pasivo corriente. Si las operaciones anuales proyectadas de la empresa generan excedentes de efectivo, estos serán acumulados en la caja del año siguiente a proyectar, de lo contrario, se generará más deuda para apalancar la operación. Dado que no es realista que la empresa quede en caja cero, se estableció una política de caja mínima correspondiente al 1,5% de los ingresos anuales. Si este umbral se pasa de manera negativa, se adquirirá nuevo pasivo corriente.
- **Patrimonio:**  
Las variaciones del patrimonio, a lo largo del periodo analizado, son el resultado del aumento de las utilidades.

Gráfico 7. Evolución Deuda Financiera y Patrimonio



Fuente: Elaboración propia

### **Impuestos**

Las proyecciones de la porción impositiva se hicieron utilizando la información histórica de la compañía desde su creación como Grupo TERPEL S.A. Se partió de una tasa marginal histórica, constante en los tres (3) años consecutivos del 33% y se encontró que el multiplicador (U.A.I. / Tasa marginal) es de un promedio de 1,3x para estos tres (3) años. De esta manera, se proyectó que en los años siguientes este multiplicador se mantendría por un año, y luego mejoraría por cuenta de los cambios tributarios de ley y la eficiencia adquirida por la Organización Terpel en el futuro.

### **FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES**

**Páginas web**

- TERPEL S.A. <https://www.TERPEL.com/>
- Copec. <http://ww2.copec.cl/>
- Unidad de Planeación Minero Energética. <http://www1.upme.gov.co/>
- Banco de la República de Colombia. <https://www.banrep.gov.co/>
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- Superintendencia Financiera. <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>
- Bloomberg.
- Fondo Monetario Internacional, Outlook database 2015, 2016 y 2017 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>.
- Damodaram. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Yahoo Finance. <https://finance.yahoo.com/>

**Artículos consultados en la web**

- Debutan en bolsa las acciones de la Organización TERPEL. <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/debutan-bolsa-acciones-organizacion-TERPEL-58896>
- Una acción que sube su valor TERPEL ingresa en índice COLCAP. <http://inteligenciapetrolera.com.co/inicio/una-accion-que-suber-su-valor-TERPEL-ingresa-en-indice-colcap/>
- Así se define el precio de la gasolina en Colombia. <http://www.portafolio.co/tendencias/define-precio-gasolina-colombia-57998>
- Qué está pasando con el mercado de combustibles en Colombia? <https://www.sectorial.co/articulos-especiales/item/51964-%C2%BFqu%C3%A9-est%C3%A1-pasando-con-el-mercado-de-combustibles-en-colombia>
- Datos históricos y previsiones. <https://www.bbvarsearch.com/datos-historicos-y-previsiones/>
- Country Risk. <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2016/06/Country-Risk-Quarterly-Report-Esp.pdf>

**Documentos consultados en la web**

- Documento técnico Ingreso al Productor de Gasolina Motor Corriente para el mes de enero de 2016, en virtud de lo establecido en las Resoluciones 18 1602 de 2011 y 9 0145 del 30 de enero de 2014. <https://www.minminas.gov.co/documents/10180/21491636/Documento+t%C3%A9cnico+ingreso+al+productor+gasolina+motor+corriente+4+de+enero+de+2016.pdf/ba4fbf24-db66-475f-be59-5299dcab80fc>.
- Proyección de la Demanda de Combustibles en el Sector Transporte en Colombia. Revisión marzo de 2015. [http://www.sipg.gov.co/sipg/documentos/Proyecciones/2015/Proy\\_Demanda\\_Mar2015.pdf](http://www.sipg.gov.co/sipg/documentos/Proyecciones/2015/Proy_Demanda_Mar2015.pdf)

- Proyección de los precios de los combustibles.  
[http://www.upme.gov.co/SeccionHidrocarburos\\_sp/Publicaciones/2016/Proyeccion de los precios de los combustibles junio 2016.pdf](http://www.upme.gov.co/SeccionHidrocarburos_sp/Publicaciones/2016/Proyeccion%20de%20los%20precios%20de%20los%20combustibles%20junio%202016.pdf)

### **Libros**

- RossoSuescún, Luis Jorge. (2012). *Efecto de los tributos en los precios de los combustibles en Colombia*. Bogotá: Universidad de la Sabana.

## ANEXOS

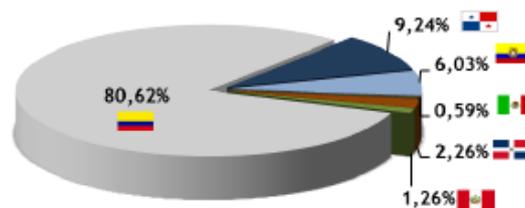
## ANEXO 1. PROYECCIONES

*Ingresos*

Desde la consolidación de la Organización TERPEL, el volumen de ventas de combustibles anuales de la compañía ha estado alrededor de los 2.250 millones de galones, lo que ha significado unos ingresos anuales en promedio de 14.600 MMM de pesos Colombianos. La operación de TERPEL Colombia le aporta a la compañía el 85% de los ingresos totales, es por esta razón, que para la estimación de los ingresos en los próximos años, haremos más énfasis en el cálculo de la proyección de los galones que se van a vender y de la participación de TERPEL en el mercado Colombiano.

Figura2 Volumen de ventas por país

## VOLUMEN DE VENTAS POR PAÍS



Fuente: disponible en: <https://www.TERPEL.com/>

Para la determinación de la demanda en Colombia, nos hemos basado en el documento Proyección de Demanda de Combustibles en el Sector Transporte en Colombia, elaborado por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME). Los volúmenes de venta para el resto de países donde TERPEL tiene una presencia se estimaron a partir de las proyecciones que se tienen del crecimiento del producto interno bruto (PIB).

Las proyecciones de la cantidad de galones demandados en Colombia para los próximos años son generadas por la UPME y surgen como resultado de los análisis de tipos de vehículos que están circulando en el país y el estado de la movilidad.

Tabla 9. Demanda de combustible



Elaboró: Subdirección de Demanda  
Fecha: 17 de diciembre de 2015

Escenario base - demanda de combustibles - sector transporte

	ACPM (BDC)			Gasolinas (BDC)			GNV (MPCD)		
	Esc. Alto	Esc. Medio	Esc. Bajo	Esc. Alto	Esc. Medio	Esc. Bajo	Esc. Alto	Esc. Medio	Esc. Bajo
2012		89.831			83.002			71	
2013	93.119	93.119	93.119	87.182	87.182	87.182	79	79	79
2014	65.445	95.715	125.986	54.695	91.322	127.950	59	82	106
2015	68.046	98.316	128.587	57.525	94.152	130.779	60	84	107
2016	70.574	100.844	131.115	59.579	96.207	132.834	63	86	110
2017	74.123	104.393	134.664	63.021	99.648	136.276	66	90	113
2018	77.218	107.489	137.759	67.866	104.493	141.121	69	92	116
2019	80.281	110.551	140.822	72.891	109.518	146.145	71	94	118
2020	83.062	113.333	143.603	77.017	113.644	150.272	73	96	120
2021	86.612	116.882	147.152	81.302	117.929	154.556	77	100	124
2022	89.278	119.548	149.818	84.541	121.168	157.795	79	103	126
2023	92.496	122.767	153.037	90.449	127.076	163.703	82	106	129
2024	97.565	127.835	158.106	95.471	132.098	168.725	86	109	133
2025	102.982	133.252	163.523	101.109	137.737	174.364	89	113	136
2026	107.076	137.346	167.616	105.315	141.942	178.569	92	116	139
2027	110.276	140.547	170.817	109.097	145.724	182.351	95	119	142
2028	113.802	144.072	174.342	113.817	150.444	187.071	99	122	146
2029	119.589	149.859	180.130	119.014	155.641	192.268	102	126	149
2030	123.459	153.730	184.000	124.261	160.888	197.515	104	127	151

Otros sectores no transporte

	ACPM BDC
2012	41.833
2013	37.541
2014	37.529
2015	41.470
2016	43.438
2017	44.304
2018	45.921
2019	47.571
2020	48.893
2021	50.585
2022	52.213
2023	53.828
2024	55.316
2025	57.146
2026	58.847
2027	60.573
2028	62.156
2029	64.107
2030	65.913

Volumenes contrabando

	ACPM BDC	Gasolinas BDC
2012	18.423	7.582
2013	18.381	7.941
2014	18.654	8.321
2015	19.570	8.579
2016	20.200	8.766
2017	20.818	9.080
2018	21.477	9.521
2019	22.137	9.979
2020	22.712	10.355
2021	23.445	10.746
2022	24.047	11.041
2023	24.723	11.579
2024	25.641	12.037
2025	26.656	12.550
2026	27.467	12.934
2027	28.157	13.278
2028	28.872	13.708
2029	29.955	14.182
2030	30.750	14.660

Demanda combustibles - sector transporte sin modo carretero

Escenario medio

	ACPM		
	Marítimo BDC	Ferrovial BDC	Fluvial BDC
2012	11.243	891	5.091
2013	11.556	921	5.258
2014	11.845	948	5.416
2015	12.141	977	5.579
2016	12.410	1.003	5.730
2017	12.755	1.036	5.918
2018	13.074	1.067	6.096
2019	13.401	1.099	6.279
2020	13.699	1.129	6.450
2021	14.079	1.166	6.661
2022	14.431	1.201	6.881
2023	14.792	1.237	7.087
2024	15.121	1.271	7.259
2025	15.541	1.313	7.497
2026	15.930	1.352	7.722
2027	16.328	1.393	7.954
2028	16.690	1.430	8.170
2029	17.154	1.477	8.438
2030	17.583	1.522	8.691

	Gasolinas	
	Aéreo BDC	Fluvial BDC
2012	308	1.126
2013	310	1.133
2014	311	1.138
2015	312	1.142
2016	313	1.143
2017	315	1.150
2018	316	1.155
2019	317	1.159
2020	318	1.160
2021	320	1.168
2022	321	1.172
2023	322	1.177
2024	323	1.178
2025	325	1.186
2026	326	1.190
2027	327	1.194
2028	328	1.196
2029	330	1.203
2030	331	1.208

Escenario base (legal+contrabando) - Todos los sectores

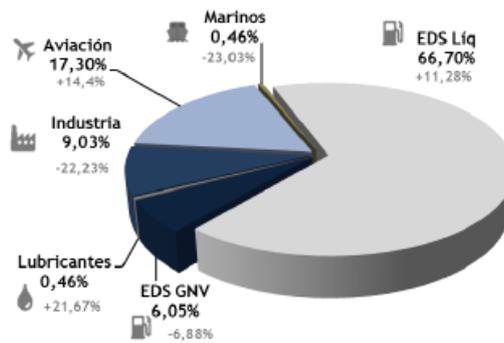
	ACPM BDC	Gasolinas BDC
2012	150.019	91.585
2013	149.677	96.179
2014	151.898	100.779
2015	159.356	103.901
2016	164.482	106.169
2017	169.514	109.967
2018	174.887	115.314
2019	180.259	120.858
2020	184.938	125.412
2021	190.913	130.140
2022	195.808	133.715
2023	201.318	140.235
2024	208.793	145.777
2025	217.054	151.999
2026	223.660	156.640
2027	229.276	160.814
2028	235.100	166.022
2029	243.921	171.758
2030	250.393	177.548

Fuente: <https://ww1.upme.com/>

Teniendo en cuenta la participación de cada producto en el volumen total de ventas, se ha considerado, para la proyección de los ingresos, proyectar la cantidad de galones vendidos, solo para dos ítems: combustibles líquidos (que corresponden a las ventas de EDS líquido, Marinos, Aviación, Industria y Lubricantes) y gas natural vehicular (EDS GNV). Para lo cual, en las proyecciones de la UPME se tomarán, para el primer grupo, las demandas estimadas para la gasolina y el ACPM, y para el segundo, las demandas del GNV. Para el caso de los combustibles líquidos, dentro de las cantidades demandadas, se está teniendo en cuenta la cantidad de gasolina y ACPM que se comercializa en el país de contrabando. Lo anterior, debido a que el país de donde proviene la mayoría del contrabando es Venezuela, y actualmente la frontera con dicho país se encuentra cerrada, situación que dentro el corto y mediano plazo no va a cambiar.

Figura 3. Composición volumen acumulado

## COMPOSICIÓN VOLUMEN ACUMULADO



VOLUMEN = 1.863,98 Millones Galones  
(+6,22% vs Dic. 14)

+%: Crecimiento acumulado

%: Margen Bruto

%: Participación en Total

Fuente: disponible en: <https://www.TERPEL.com/>

Al analizar el mercado de los combustibles en Colombia, se encuentra que la participación de TERPEL, en cada uno de los sectores, es la siguiente: 40,2% del mercado de los combustibles líquidos, el 1% del mercado del gas natural vehicular y el 78,5% del mercado de la aviación. Dadas las expectativas de crecimiento y las actuales políticas de expansión de la compañía, estimamos que en los próximos años TERPEL se va a seguir consolidando en el mercado Colombiano como líder en la distribución de combustibles, y año tras año tendrá un crecimiento del 6% anual.

Tabla 10. Estructura del precio

Componentes del Precio de la Gasolina	BASE DICIEMBRE 2014	Componentes del Precio	ene-15	feb-15	mar-15	abr-15	may-15	jun-15	jul-15	ago-15	sep-15	oct-15	nov-15	dic-15
1.Ingreso al Productor	5,118.58	1.Ingreso al Productor (Referencia)					\$ 4,056.75	\$ 4,024.76	\$ 4,015.89	\$ 3,977.58	\$ 3,973.12	\$ 3,961.22	\$ 3,944.27	\$ 3,939.79
		1.Ingreso al Productor (Alto)	\$ 4,794.04	\$ 4,260.39	\$ 4,260.39	\$ 4,260.40	\$ 4,401.44	\$ 4,533.49	\$ 4,669.49	\$ 4,809.57	\$ 4,953.86	\$ 5,102.48	\$ 5,255.55	\$ 5,413.22
		1.Ingreso al Productor (Bajo)					\$ 3,881.13	\$ 3,850.52	\$ 3,842.04	\$ 3,805.39	\$ 3,801.13	\$ 3,789.74	\$ 3,773.52	\$ 3,769.24
2. Impuesto Nacional	1008,768066	2. Impuesto Nacional	\$ 1,008.77	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69	\$ 1,045.69
3. Tarifa Marcacion	6.15	3. Tarifa Marcacion	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02
4. Tarifa de transporte	368,2142892	4. Tarifa de transporte	\$ 368.21	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51	\$ 379.51
5. Margen Plan de Continuidad	71.51	5. Margen Plan de Continuidad	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51
6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista	6,573.22	6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Referencia)					\$ 5,560.49	\$ 5,528.49	\$ 5,519.62	\$ 5,481.32	\$ 5,476.86	\$ 5,464.96	\$ 5,448.01	\$ 5,443.53
		6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Alto)	\$ 6,249.56	\$ 5,764.12	\$ 5,764.13	\$ 5,764.13	\$ 5,905.18	\$ 6,037.22	\$ 6,173.23	\$ 6,313.31	\$ 6,457.60	\$ 6,606.21	\$ 6,759.29	\$ 6,916.96
		6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Bajo)					\$ 5,384.87	\$ 5,354.26	\$ 5,345.78	\$ 5,309.13	\$ 5,304.86	\$ 5,293.47	\$ 5,277.26	\$ 5,272.97
7. Margen al distribuidor mayorista	326.4	7. Margen al distribuidor mayorista	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40
8. Sobretasa	1168,1171	8. Sobretasa	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12
9. Precio Máximo en Planta de Abasto	8,067.74	9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Referencia)					\$ 7,055.00	\$ 7,023.01	\$ 7,014.14	\$ 6,975.84	\$ 6,971.38	\$ 6,959.47	\$ 6,942.52	\$ 6,938.05
		9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Alto)	\$ 7,744.08	\$ 7,258.64	\$ 7,258.65	\$ 7,258.65	\$ 7,399.70	\$ 7,531.74	\$ 7,667.74	\$ 7,807.83	\$ 7,952.12	\$ 8,100.73	\$ 8,253.81	\$ 8,411.47
		9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Bajo)					\$ 6,879.39	\$ 6,848.78	\$ 6,840.29	\$ 6,803.65	\$ 6,799.38	\$ 6,787.99	\$ 6,771.78	\$ 6,767.49
10. Margen del distribuidor minorista	578	10. Margen del distribuidor minorista	\$ 578.00	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61
11. Perdida por evaporación	32,27095142	11. Perdida por evaporación	\$ 30.98	\$ 29.03	\$ 29.03	\$ 29.03	\$ 28.22	\$ 28.09	\$ 28.06	\$ 27.89	\$ 27.89	\$ 27.84	\$ 27.77	\$ 27.75
12. Transporte planta abasto mayorista a e/s.	48,747708	12. Transporte planta abasto mayorista a e/s.	\$ 48.75	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53	\$ 50.53
13. Precio Máximo de Venta al Público	8,726.76	13. Precio Máximo de Venta al Público (Referencia)					\$ 7,759.37	\$ 7,727.24	\$ 7,718.34	\$ 7,679.88	\$ 7,675.41	\$ 7,663.45	\$ 7,646.44	\$ 7,641.94
		13. Precio Máximo de Venta al Público (Alto)	\$ 8,401.80	\$ 7,963.82	\$ 7,963.82	\$ 7,963.83	\$ 8,104.06	\$ 8,235.97	\$ 8,371.94	\$ 8,511.87	\$ 8,656.14	\$ 8,804.71	\$ 8,957.72	\$ 9,115.37
		13. Precio Máximo de Venta al Público (Bajo)					\$ 7,583.75	\$ 7,553.01	\$ 7,544.49	\$ 7,507.69	\$ 7,503.41	\$ 7,491.97	\$ 7,475.69	\$ 7,471.39

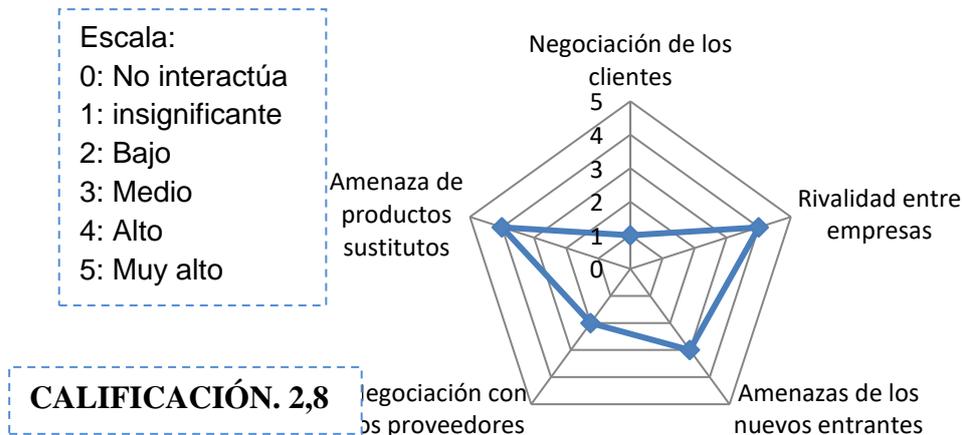
Componentes del Precio	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1.Ingreso al Productor (Referencia)	\$ 4,038.48	\$ 4,027.11	\$ 4,032.99	\$ 4,032.99	\$ 4,068.76	\$ 4,107.80	\$ 4,146.65	\$ 4,185.31	\$ 4,223.66	\$ 4,270.68	\$ 4,318.25	\$ 4,356.92
1.Ingreso al Productor (Alto)	\$ 5,988.63	\$ 5,936.25	\$ 6,034.54	\$ 6,139.10	\$ 6,192.24	\$ 6,294.68	\$ 6,367.02	\$ 6,453.57	\$ 6,539.39	\$ 6,601.46	\$ 6,693.29	\$ 6,793.35
1.Ingreso al Productor (Bajo)	\$ 3,316.78	\$ 3,221.69	\$ 3,301.07	\$ 3,405.63	\$ 3,459.93	\$ 3,472.42	\$ 3,484.95	\$ 3,497.51	\$ 3,495.44	\$ 3,474.45	\$ 3,483.39	\$ 3,482.67
2. Impuesto Nacional	\$ 1,081.24	\$ 1,115.84	\$ 1,149.32	\$ 1,183.80	\$ 1,219.31	\$ 1,255.89	\$ 1,293.57	\$ 1,332.37	\$ 1,372.35	\$ 1,413.52	\$ 1,455.92	\$ 1,499.60
3. Tarifa Marcacion	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02	\$ 7.02
4. Tarifa de transporte	\$ 391.74	\$ 403.57	\$ 415.68	\$ 428.15	\$ 440.99	\$ 454.22	\$ 467.85	\$ 481.89	\$ 496.34	\$ 511.23	\$ 526.57	\$ 542.37
5. Margen Plan de Continuidad	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51	\$ 71.51
6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Referencia)	\$ 5,590.00	\$ 5,625.05	\$ 5,676.52	\$ 5,723.47	\$ 5,807.60	\$ 5,896.45	\$ 5,986.60	\$ 6,078.10	\$ 6,170.88	\$ 6,273.97	\$ 6,379.27	\$ 6,477.42
6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Alto)	\$ 7,540.14	\$ 7,534.20	\$ 7,678.07	\$ 7,829.58	\$ 7,931.07	\$ 8,083.33	\$ 8,206.97	\$ 8,346.36	\$ 8,486.62	\$ 8,604.75	\$ 8,754.31	\$ 8,913.85
6. Precio Máx al Distribuidor Mayorista (Bajo)	\$ 4,868.29	\$ 4,819.63	\$ 4,944.61	\$ 5,096.11	\$ 5,198.77	\$ 5,324.90	\$ 5,429.31	\$ 5,539.31	\$ 5,642.67	\$ 5,747.74	\$ 5,844.41	\$ 5,903.17
7. Margen al distribuidor mayorista	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40	\$ 326.40
8. Sobretasa	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12	\$ 1,168.12
9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Referencia)	\$ 7,084.51	\$ 7,119.57	\$ 7,171.03	\$ 7,217.98	\$ 7,302.11	\$ 7,390.96	\$ 7,481.12	\$ 7,572.62	\$ 7,665.40	\$ 7,768.48	\$ 7,873.79	\$ 7,971.93
9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Alto)	\$ 9,034.66	\$ 9,028.72	\$ 9,172.59	\$ 9,324.10	\$ 9,425.59	\$ 9,577.85	\$ 9,701.48	\$ 9,840.88	\$ 9,981.13	\$ 10,099.26	\$ 10,248.83	\$ 10,408.37
9. Precio Máximo en Planta de Abasto (Bajo)	\$ 6,362.81	\$ 6,314.15	\$ 6,439.12	\$ 6,590.63	\$ 6,693.29	\$ 6,755.58	\$ 6,819.42	\$ 6,884.82	\$ 6,937.18	\$ 6,972.25	\$ 7,038.93	\$ 7,097.68
10. Margen del distribuidor minorista	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61	\$ 625.61
11. Perdida por evaporación	\$ 28.34	\$ 28.48	\$ 28.68	\$ 28.87	\$ 29.21	\$ 29.56	\$ 29.92	\$ 30.29	\$ 30.66	\$ 31.07	\$ 31.50	\$ 31.89
12. Transporte planta abasto mayorista a e/s.	\$ 52.25	\$ 53.92	\$ 55.54	\$ 57.21	\$ 58.92	\$ 60.69	\$ 62.51	\$ 64.39	\$ 66.32	\$ 68.31	\$ 70.36	\$ 72.47
13. Precio Máximo de Venta al Público (Referencia)	\$ 7,790.71	\$ 7,827.58	\$ 7,880.87	\$ 7,929.67	\$ 8,015.85	\$ 8,106.83	\$ 8,199.16	\$ 8,292.90	\$ 8,387.99	\$ 8,493.47	\$ 8,601.25	\$ 8,701.90
13. Precio Máximo de Venta al Público (Alto)	\$ 9,740.85	\$ 9,736.73	\$ 9,882.43	\$ 10,035.79	\$ 10,139.33	\$ 10,293.71	\$ 10,419.53	\$ 10,561.17	\$ 10,703.72	\$ 10,824.25	\$ 10,976.29	\$ 11,138.33
13. Precio Máximo de Venta al Público (Bajo)	\$ 7,069.01	\$ 7,022.16	\$ 7,148.96	\$ 7,302.32	\$ 7,407.03	\$ 7,471.45	\$ 7,537.46	\$ 7,605.11	\$ 7,659.77	\$ 7,697.24	\$ 7,766.39	\$ 7,827.65

\* Constantes a Diciembre de 2014  
\* Mezcla del 8% de etanol

Fuente: <https://ww1.upme.com/>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**ANEXO 2. FUERZAS DE PORTER**



***Poder de negociación de los clientes: Insignificante***

Dado que los precios de los combustibles están regulados por el Ministerio de Minas y Energía del país, TERPEL no puede realizar estrategias agresivas para aumentar sus ganancias, lo que ha venido haciendo es buscar la fidelización de los clientes por medio de las mejoras en la infraestructura, un servicio de alta calidad y un precio competitivo.

***Rivalidad entre las empresas. Alto***

La rivalidad entre los competidores es alta, en el mercado se encuentran empresas como Biomax, Petrobrass, Mobil, Zeuss, entre otras. La estrategia de la compañía ante esta situación es la de hacerle sentir al cliente, que el servicio se le presta a las personas y no a los carros.

***Amenazas de los nuevos entrantes: Medio***

TERPEL es una marca reconocida en el mercado, con más de 45 años, presta sus servicios en todas las regiones del país. Actualmente no hay compañías interesadas en entrar al mercado de los combustibles líquidos en Colombia.

***Poder de negociación con los proveedores. Bajo***

El 91% de los proveedores de TERPEL son empresas Colombianas. El precio que paga TERPEL en Colombia por los combustibles líquidos está regulado por el Ministerio de Minas y Energía.

***Amenaza de productos sustitutos: Alto***

Aunque TERPEL promueve el uso de combustibles más limpios, que sean más amigables con el medio ambiente, y durante el último año convirtió alrededor de 500.000 carros a gas natural vehicular, y tiene además un área encargada en I+D, el uso de la energía eléctrica para los vehículos y otros medios de transporte cada vez es mayor.

BALANCE GENERAL *	2013**	2014**	2015**	2016**	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$ 233.897	\$ 228.144	\$ 255.836	\$ 278.264	\$ 233.819	\$ 249.607	\$ 266.123	\$ 284.731	\$ 304.524	\$ 325.255	\$ 347.776	\$ 396.696	\$ 474.966
Activos corrientes	\$ 1.155.215	\$ 1.074.842	\$ 1.033.912	\$ 1.187.453	\$ 1.095.974	\$ 1.169.973	\$ 1.247.389	\$ 1.334.611	\$ 1.427.385	\$ 1.524.554	\$ 1.626.483	\$ 1.733.513	\$ 1.847.299
Propiedades, planta y equipo	\$ 822.540	\$ 1.318.670	\$ 1.679.292	\$ 1.825.980	\$ 1.908.952	\$ 1.993.277	\$ 2.078.652	\$ 2.165.150	\$ 2.252.477	\$ 2.340.212	\$ 2.427.906	\$ 2.515.076	\$ 2.601.259
Activos intangibles	\$ 695.043	\$ 840.745	\$ 803.374	\$ 804.285	\$ 840.034	\$ 869.737	\$ 892.388	\$ 906.973	\$ 912.253	\$ 906.870	\$ 889.367	\$ 858.180	\$ 811.591
Otros activos	\$ 877.430	\$ 92.342	\$ 120.433	\$ 35.847	\$ 84.306	\$ 89.998	\$ 95.953	\$ 102.662	\$ 109.799	\$ 117.273	\$ 125.114	\$ 133.347	\$ 142.100
<b>Total activos</b>	<b>\$ 3.784.125</b>	<b>\$ 3.554.743</b>	<b>\$ 3.892.848</b>	<b>\$ 4.131.829</b>	<b>\$ 4.163.085</b>	<b>\$ 4.372.592</b>	<b>\$ 4.580.505</b>	<b>\$ 4.794.128</b>	<b>\$ 5.006.437</b>	<b>\$ 5.214.164</b>	<b>\$ 5.416.647</b>	<b>\$ 5.636.813</b>	<b>\$ 5.877.214</b>
Deuda financiera	\$ 1.061.032	\$ 1.321.515	\$ 1.440.788	\$ 1.441.091	\$ 1.525.572	\$ 1.619.118	\$ 1.700.328	\$ 1.762.570	\$ 1.804.211	\$ 1.820.772	\$ 1.820.772	\$ 1.820.772	\$ 1.820.772
Pasivos operativos	\$ 819.628	\$ 894.266	\$ 988.014	\$ 1.104.257	\$ 1.066.522	\$ 1.138.195	\$ 1.213.175	\$ 1.297.689	\$ 1.387.573	\$ 1.481.692	\$ 1.580.395	\$ 1.684.010	\$ 1.794.139
Patrimonio	\$ 1.903.465	\$ 1.338.962	\$ 1.464.047	\$ 1.586.482	\$ 1.570.991	\$ 1.615.280	\$ 1.667.003	\$ 1.733.870	\$ 1.814.654	\$ 1.911.699	\$ 2.015.479	\$ 2.132.031	\$ 2.262.303
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>\$ 3.784.125</b>	<b>\$ 3.554.743</b>	<b>\$ 3.892.848</b>	<b>\$ 4.131.829</b>	<b>\$ 4.163.085</b>	<b>\$ 4.372.592</b>	<b>\$ 4.580.505</b>	<b>\$ 4.794.128</b>	<b>\$ 5.006.437</b>	<b>\$ 5.214.164</b>	<b>\$ 5.416.647</b>	<b>\$ 5.636.813</b>	<b>\$ 5.877.214</b>

(\*): Cifras en millones de COP

(\*\*): Datos históricos

Fuente: Elaboración propia

ESTADO DE RESULTADOS *	2013**	2014**	2015**	2016**	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Ingresos Colombia	\$ 11.921.500	\$ 12.497.200	\$ 12.106.400	\$ 12.079.300	\$ 12.916.624	\$ 13.797.246	\$ 14.706.152	\$ 15.720.347	\$ 16.792.873	\$ 17.907.619	\$ 19.067.235	\$ 20.275.901	\$ 21.554.895
Ingresos Panama	\$ 1.210.600	\$ 1.640.100	\$ 1.239.800	\$ 1.345.500	\$ 1.423.230	\$ 1.551.808	\$ 1.688.898	\$ 1.839.715	\$ 2.000.853	\$ 2.174.266	\$ 2.362.709	\$ 2.567.484	\$ 2.790.006
Ingresos Ecuador	\$ 270.900	\$ 344.300	\$ 412.500	\$ 478.900	\$ 476.595	\$ 470.285	\$ 471.882	\$ 478.468	\$ 488.694	\$ 502.164	\$ 517.255	\$ 532.800	\$ 548.812
Ingresos Peru	\$ 48.500	\$ 60.500	\$ 84.400	\$ 107.800	\$ 116.025	\$ 123.757	\$ 131.666	\$ 140.102	\$ 148.939	\$ 158.032	\$ 167.679	\$ 177.914	\$ 188.774
Ingresos Mexico	\$ 31.700	\$ 38.900	\$ 48.700	\$ 55.100	\$ 57.960	\$ 61.735	\$ 64.931	\$ 68.689	\$ 72.647	\$ 76.879	\$ 81.330	\$ 86.038	\$ 91.019
Ingresos Republica Dominicana	\$ 354.500	\$ 431.300	\$ 343.500	\$ 365.100	\$ 395.356	\$ 419.794	\$ 447.898	\$ 488.564	\$ 534.281	\$ 583.435	\$ 637.111	\$ 695.725	\$ 759.732
<b>Total Ingresos</b>	<b>\$ 13.837.700</b>	<b>\$ 15.012.300</b>	<b>\$ 14.235.300</b>	<b>\$ 14.431.700</b>	<b>\$ 15.385.789</b>	<b>\$ 16.424.625</b>	<b>\$ 17.511.428</b>	<b>\$ 18.735.884</b>	<b>\$ 20.038.288</b>	<b>\$ 21.402.396</b>	<b>\$ 22.833.319</b>	<b>\$ 24.335.862</b>	<b>\$ 25.933.238</b>
<b>COGS</b>	<b>\$ (12.760.800)</b>	<b>\$ (13.891.400)</b>	<b>\$ (13.023.900)</b>	<b>\$ (13.000.800)</b>	<b>\$ (14.012.460)</b>	<b>\$ (14.955.318)</b>	<b>\$ (15.942.223)</b>	<b>\$ (17.054.558)</b>	<b>\$ (18.237.825)</b>	<b>\$ (19.476.992)</b>	<b>\$ (20.776.428)</b>	<b>\$ (22.140.399)</b>	<b>\$ (23.590.150)</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>\$ 1.076.900</b>	<b>\$ 1.120.900</b>	<b>\$ 1.211.400</b>	<b>\$ 1.430.900</b>	<b>\$ 1.373.330</b>	<b>\$ 1.469.307</b>	<b>\$ 1.569.205</b>	<b>\$ 1.681.326</b>	<b>\$ 1.800.463</b>	<b>\$ 1.925.404</b>	<b>\$ 2.056.891</b>	<b>\$ 2.195.463</b>	<b>\$ 2.343.088</b>
Gastos operativos	\$ (729.984)	\$ (808.833)	\$ (885.275)	\$ (949.364)	\$ (992.774)	\$ (1.058.282)	\$ (1.126.272)	\$ (1.202.970)	\$ (1.284.288)	\$ (1.369.292)	\$ (1.458.510)	\$ (1.552.294)	\$ (1.651.953)
<b>EBIT</b>	<b>\$ 346.916</b>	<b>\$ 312.067</b>	<b>\$ 326.125</b>	<b>\$ 481.536</b>	<b>\$ 380.556</b>	<b>\$ 411.026</b>	<b>\$ 442.933</b>	<b>\$ 478.356</b>	<b>\$ 516.175</b>	<b>\$ 556.112</b>	<b>\$ 598.381</b>	<b>\$ 643.170</b>	<b>\$ 691.135</b>
Depreciación	\$ 75.492	\$ 61.472	\$ 71.908	\$ 77.885	\$ 72.588	\$ 73.772	\$ 74.690	\$ 75.673	\$ 76.398	\$ 76.755	\$ 76.719	\$ 76.260	\$ 75.397
Amortización	\$ 119.492	\$ 136.761	\$ 130.667	\$ 100.279	\$ 129.433	\$ 138.173	\$ 147.315	\$ 157.616	\$ 168.573	\$ 180.048	\$ 192.086	\$ 204.726	\$ 218.164
<b>EBITDA</b>	<b>\$ 541.900</b>	<b>\$ 510.300</b>	<b>\$ 528.700</b>	<b>\$ 659.700</b>	<b>\$ 582.577</b>	<b>\$ 622.970</b>	<b>\$ 664.939</b>	<b>\$ 711.645</b>	<b>\$ 761.145</b>	<b>\$ 812.916</b>	<b>\$ 867.186</b>	<b>\$ 924.156</b>	<b>\$ 984.696</b>
Gastos Financieros	\$ 129.095	\$ 94.888	\$ 119.638	\$ 129.817	\$ 133.420	\$ 145.055	\$ 157.998	\$ 161.672	\$ 163.183	\$ 162.528	\$ 164.020	\$ 164.020	\$ 164.020
Ingresos Financieros	\$ (36.517)	\$ (34.404)	\$ (49.874)	\$ (7.110)	\$ (8.429)	\$ (6.615)	\$ (6.563)	\$ (6.997)	\$ (7.486)	\$ (8.007)	\$ (8.552)	\$ (9.144)	\$ (10.430)
Otros Ingresos	\$ (127.326)	\$ (25.855)	\$ (22.322)	\$ (33.324)	\$ (64.620)	\$ (68.983)	\$ (73.548)	\$ (78.691)	\$ (84.161)	\$ (89.890)	\$ (95.900)	\$ (102.211)	\$ (108.920)
Otros Gastos	\$ 119.765	\$ 54.238	\$ 72.494	\$ 71.139	\$ 176.937	\$ 188.883	\$ 201.381	\$ 215.463	\$ 230.440	\$ 246.128	\$ 262.583	\$ 279.862	\$ 298.232
Ingresos por metodo de Participacion	\$ (16.305)	\$ (994)	\$ (1.576)	\$ (2.073)	\$ (1.703)	\$ (1.818)	\$ (1.938)	\$ (2.074)	\$ (2.218)	\$ (2.369)	\$ (2.527)	\$ (2.694)	\$ (2.871)
<b>Gastos financieros, neto</b>	<b>\$ (68.712)</b>	<b>\$ (87.873)</b>	<b>\$ (118.360)</b>	<b>\$ (158.449)</b>	<b>\$ (235.604)</b>	<b>\$ (256.522)</b>	<b>\$ (277.330)</b>	<b>\$ (289.372)</b>	<b>\$ (299.758)</b>	<b>\$ (308.390)</b>	<b>\$ (319.624)</b>	<b>\$ (329.834)</b>	<b>\$ (340.032)</b>
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>\$ 278.204</b>	<b>\$ 224.194</b>	<b>\$ 207.765</b>	<b>\$ 323.087</b>	<b>\$ 144.952</b>	<b>\$ 154.504</b>	<b>\$ 165.604</b>	<b>\$ 188.984</b>	<b>\$ 216.416</b>	<b>\$ 247.723</b>	<b>\$ 278.757</b>	<b>\$ 313.336</b>	<b>\$ 351.104</b>
Impuestos	\$ (111.100)	\$ (97.286)	\$ (101.745)	\$ (126.571)	\$ (62.184)	\$ (68.832)	\$ (71.044)	\$ (74.838)	\$ (81.559)	\$ (87.749)	\$ (91.990)	\$ (103.401)	\$ (115.864)
<b>Utilidad neta</b>	<b>\$ 167.104</b>	<b>\$ 126.908</b>	<b>\$ 106.021</b>	<b>\$ 196.516</b>	<b>\$ 82.768</b>	<b>\$ 85.673</b>	<b>\$ 94.560</b>	<b>\$ 114.146</b>	<b>\$ 137.857</b>	<b>\$ 165.974</b>	<b>\$ 186.767</b>	<b>\$ 209.935</b>	<b>\$ 235.240</b>
Interes minoritario	\$ (1.031)	\$ (11)	\$ (63)	\$ (0)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Utilidad despues de Interes Minoritario</b>	<b>\$ 166.073</b>	<b>\$ 126.897</b>	<b>\$ 105.958</b>	<b>\$ 196.516</b>	<b>\$ 82.768</b>	<b>\$ 85.673</b>	<b>\$ 94.560</b>	<b>\$ 114.146</b>	<b>\$ 137.857</b>	<b>\$ 165.974</b>	<b>\$ 186.767</b>	<b>\$ 209.935</b>	<b>\$ 235.240</b>
Acciones en circulación	\$ 192	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181	\$ 181
<b>UPA</b>	<b>\$ 865</b>	<b>\$ 699</b>	<b>\$ 584</b>	<b>\$ 1.083</b>	<b>\$ 456</b>	<b>\$ 472</b>	<b>\$ 521</b>	<b>\$ 629</b>	<b>\$ 760</b>	<b>\$ 915</b>	<b>\$ 1.029</b>	<b>\$ 1.157</b>	<b>\$ 1.297</b>

(\*): Cifras en millones de COP

(\*\*): Datos históricos

FLUJO DE CAJA*	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Utilidad neta</b>	\$ 82.768	\$ 85.673	\$ 94.560	\$ 114.146	\$ 137.857	\$ 165.974	\$ 186.767	\$ 209.935	\$ 235.240
+ Depreciación	\$ 72.588	\$ 73.772	\$ 74.690	\$ 75.673	\$ 76.398	\$ 76.755	\$ 76.719	\$ 76.260	\$ 75.397
+ Amortización	\$ 129.433	\$ 138.173	\$ 147.315	\$ 157.616	\$ 168.573	\$ 180.048	\$ 192.086	\$ 204.726	\$ 218.164
+ Provisiones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Δ Capital de trabajo	\$ (5.285)	\$ 8.019	\$ 8.391	\$ 9.417	\$ 10.026	\$ 10.524	\$ 11.066	\$ 11.649	\$ 12.409
<b>Flujo de caja operación</b>	<b>\$ 290.074</b>	<b>\$ 289.598</b>	<b>\$ 308.174</b>	<b>\$ 338.018</b>	<b>\$ 372.802</b>	<b>\$ 412.253</b>	<b>\$ 444.506</b>	<b>\$ 479.272</b>	<b>\$ 516.391</b>
(-) CAPEX	\$ (320.741)	\$ (325.973)	\$ (330.031)	\$ (334.372)	\$ (337.577)	\$ (339.155)	\$ (338.997)	\$ (336.969)	\$ (333.154)
<b>Flujo de caja inversión</b>	<b>\$ (320.741)</b>	<b>\$ (325.973)</b>	<b>\$ (330.031)</b>	<b>\$ (334.372)</b>	<b>\$ (337.577)</b>	<b>\$ (339.155)</b>	<b>\$ (338.997)</b>	<b>\$ (336.969)</b>	<b>\$ (333.154)</b>

(\*): Cifras en millones de COP

<b>Valor terminal</b>	
WACC	9.52%
ROIC	10.40%
Reinversión	3.00%
Crecimiento PIB Real LP Colombia	3.20%
G terminal - nominal	6.81%
G terminal - real	3.20%
Valor terminal	5,886,532
Múltiplo EV/EBITDA terminal	5.98x
<b>VP valor terminal</b>	<b>2,696,015</b>

<b>Valoración</b>	
VP periodo explícito	1,382,156
VP valor terminal	2,696,015
<b>Valor Compañía (EV)</b>	<b>4,078,171</b>
Deuda	(1,525,572)
Caja	233,819
<b>Valor patrimonio (EqV)</b>	<b>2,786,419</b>
Acciones en circulación	181
Valor por acción	15,358
P/B	1.90x

	Precio	Ponderación
Valor DCF	15358.38	100%
Precio objetivo	15358.38	
Upside/ (downside)	22.3%	

## 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](mailto:sgaitanr@eafit.edu.co)

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585