

ORGANIZACIÓN TERPEL S. A.

BVC: Terpel – Ticker: terpel cb

Primera cobertura

Fecha de valoración: 26 de mayo de 2015

Recomendación: COMPRA

Precio de la acción y valor del COLCAP

Precio de la acción: COP\$ 15.020
 Valor del COLCAP: 1.336,89 (según fecha de valoración)
 Valor del COLEQTY: 915,71 (según fecha de valoración)
 Valor del COLIR: 845,43 (según fecha de valoración)
 Potencial de valorización: 24%
Precio por alcanzar en el mes 12: COP19.340

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

INDICADOR	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
EBITDA	\$ 532.682	\$ 557.761	\$ 584.437	\$ 699.550	\$ 732.040	\$ 766.007	\$ 801.516
UODI	\$ 221.424	\$ 211.981	\$ 203.320	\$ 250.239	\$ 238.238	\$ 270.963	\$ 271.292
WACC	8,71%	7,84%	7,08%	7,10%	7,59%	7,61%	7,84%
FCL	116.300	122.514	133.894	201.385	209.707	369.609	393.081
ROE	10,76%	9,64%	8,53%	9,83%	10,18%	10,99%	10,37%
ROA	5,32%	4,80%	4,27%	4,98%	5,35%	5,73%	5,70%
ROIC	9,37%	8,28%	7,27%	8,17%	8,39%	8,62%	8,02%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: USD1.172.359.349 (\$2.804.822.847.300)

Número de acciones en circulación: 181.424.505

Volumen promedio diario del último año: (19/08/2014 – 08/03/2015): \$1.892.649.372

(corresponde al volumen promedio diario transado desde la emisión – cantidad de acciones negociadas por día por el valor promedio de la acción durante el día)

Bursatilidad: media (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015)

Participación en índices: COLEQTY: 0,777% y COLIR: 0,837%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta: 0,271 vs. COLEQTY

Rango en el último año: (19/08/2014 a 10/04/2015): COP 14.760 a COP18.900

Apresiasión global de la compañía

Localización: Carrera 7 No. 75 - 51 Bogotá, Colombia

Industria: gasolina y gas

Descripción: compañía privada distribuidora de productos derivados de petróleo y gas para vehículos en Colombia cuyo accionista principal es la empresa chilena COPEC.

Productos y servicios: estaciones de servicio de gasolina, lubricantes, gas natural vehicular

Sitio web de la compañía: <https://www.terpel.com/>

Analistas:

Sergio Fernández de Castro

Zúñiga

Ximena Bermúdez Escobar

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Desde la fecha de emisión, el 19 de agosto de 2014 hasta el 10 de abril de 2015, el precio de la acción se negoció entre \$14.760 y \$18.900. El precio máximo lo alcanzó la acción el 19 de septiembre de 2014 cuando los volúmenes negociados los días 18 y 19 dicho mes estuvieron muy por encima de los promedios presentados desde la fecha de emisión. En el año 2014 la empresa cerró con un precio de \$17.600 el 30 de diciembre, lo que indica una valorización del 19,24% en los primeros meses. En el primer día de negociación la acción logró subir más del 15%. El 15 de octubre la acción entró al listado de acciones líquidas (BVC, 2014), aun cuando no es susceptible de negociarse en operaciones repo, esto se mantiene hasta el último boletín emitido el 14 de abril de 2015. Esta acción hace parte de los índices COLEQTY y COLIR.

Gráfico 1. Precio de la acción de Terpel



Fuente: Bloomberg Business (s.f.)

Gráfico 2. Comparativo de la acción de Terpel frente a los índices COLIR y COLEQTY



Fuente: Bloomberg Business (s.f.)

A continuación se presentan las definiciones de los índices que se mencionan en el gráfico 2.

COLIR: índice de reconocimiento de emisores. Compuesto por la acciones de las empresas que cuentan con el reconocimiento IR y hacen parte del COLEQTY; se actualiza y se recompone cada trimestre. La participación máxima que puede tener la acción dentro del índice es del 10%. El reconocimiento IR se les hace a las empresas con mejores prácticas en revelación de información y relación con inversionistas y lo define el Comité IR, creado por el Consejo Directivo de la BVC. Las empresas del COLIR participan en el COLEQTY (BVC, 2015c).

COLEQTY: índice general de renta variable. Compuesto de cuarenta acciones seleccionadas según el volumen, la frecuencia de negociación y la rotación; dichos factores tienen participaciones del 80%, el 15% y el 5%, en su orden. La participación se determina por la capitalización bursátil ajustada (BVC, 2015c).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

De acuerdo con la evaluación realizada de la compañía, se recomienda compra de la acción de Terpel, con un potencial de valorización del 24%. La recomendación se basa en factores que le permitirán a la compañía seguir fortaleciendo la marca como líder en el mercado de distribución de combustibles en Colombia, lo cual le dará la posibilidad obtener una participación mayor en el mercado junto con un crecimiento sostenido de los ingresos generados por una política de precios competitivos, buen servicio y diversificación del portafolio de productos.

En la evaluación financiera de la compañía se tuvieron en cuenta factores como el apalancamiento moderado, la estrategia de diversificación geográfica de las estaciones de servicio (en adelante: EDS), que permite ampliación del portafolio de servicios con nuevos productos, el crecimiento moderado para los años proyectados, los indicadores financieros de la compañía, la situación financiera si se tiene en cuenta que se encuentra en el puesto número 1 en cuanto a niveles de activos e ingresos en el sector (Benchmark 2013).

Las cifras de crecimiento de la compañía están en concordancia con las proyecciones de crecimiento del sector; de acuerdo con las cifras de la UPME (Unidad de Planeación Minero Energética), el crecimiento anual en consumo de gasolina y diesel se estima en el rango de 1,9% a 5,1% y de 1,7% a 3,4%, en su orden, hasta 2021.

TESIS DE INVERSIÓN

Terpel, en su estrategia corporativa, estima incrementar cada año su participación de mercado entre 1% y 2% puntos en el próximo quinquenio. Por lo anterior, a partir del año 2012 inició una renovación y un cambio de imagen de las EDS con el fin de ofrecer un mejor servicio, con nuevos formatos de las tiendas de conveniencia que ofrecen valor agregado a los clientes.

Así mismo, la estrategia de crecimiento de ingresos provienen de una expansión de la red de EDS propia y de afiliados. En la actualidad, el 10% de la red de EDS corresponde a la propia y se espera un incremento del 5% de la misma en los próximos diez años, dado, los niveles de rentabilidad que obtienen dichos puntos por su ubicación y su tamaño.

Los anteriores puntos le permitirán a la compañía cumplir los resultados económicos esperados para los próximos años.

VALORACIÓN

La valoración de Terpel se realizó mediante la construcción de un modelo financiero que proyecta los estados financieros de la compañía a siete años, con base en un análisis de los resultados históricos y de la estrategia de la compañía para los próximos años. Para la valoración de la acción de Terpel se empleó la metodología de flujo de caja libre descontado y se utilizó la tasa del costo promedio ponderado de capital (WACC) para descontar dichos flujos.

De los resultados de la valoración según la mencionada metodología se obtuvo un valor presente neto de la compañía de COP1.200.908 millones, incorporando otros activos y descontando la deuda y otros pasivos. El valor de la compañía es de COP3.509.194 millones, lo que da como resultado COP19.340 por acción.

Tabla 1. Parámetros para cálculos del WACC

PARAMETROS	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
Tasa libre de riesgo (Bonos Tesoro de Estados Unidos a 10 años)	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
S&P	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta del Sector	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
Deuda/Patrimonio	22%	24%	26%	28%	29%	34%	37%
Tasa Impositiva	39%	40%	42%	43%	34%	34%	34%
Beta de Terpel	0,759	0,767	0,770	0,775	0,800	0,822	0,834
Factor de ajuste por iliquidez	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Prima de Riesgo de País	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%	2,09%
K_e	8,60%	8,64%	8,66%	8,69%	8,82%	8,94%	9,01%
Tasa de inflación en Estados Unidos	1,00%	1,49%	2,37%	2,54%	2,33%	2,31%	2,31%
Tasa de inflación en Colombia	3,90%	3,10%	2,90%	3,10%	3,00%	3,00%	3,00%
Dev/Rev	2,87%	1,59%	0,52%	0,55%	0,65%	0,67%	0,67%
K_e COP	11,72%	10,36%	9,22%	9,28%	9,54%	9,67%	9,74%
K_d (COP)	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%	6,27%
K_d después de impuestos	3,82%	3,76%	3,63%	3,57%	4,13%	4,13%	4,13%
Deuda/(Deuda+Patrimonio)	38,10%	38,25%	38,36%	38,22%	36,10%	37,36%	33,85%
Patrimonio/(Deuda+Patrimonio)	61,90%	61,75%	61,64%	61,78%	63,90%	62,64%	66,15%
WACC	8,71%	7,84%	7,08%	7,10%	7,59%	7,61%	7,84%

Fuente: Elaboración propia

VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

La valoración por múltiplos utiliza empresas comparables del sector; para el caso de Terpel se dificulta encontrar compañías comparables, dado que la mayoría de las del sector incluyen actividades de *downstream*, es decir refinamiento y procesamiento de gas y petróleo.

Los resultados de la valoración por múltiplos de los indicadores precio a valor en libros (P/VL) y precio ganancia ratifican la recomendación de inversión de compra, dado que dichos indicadores muestran que la acción se encuentra subvalorada y tiene un potencial de valorización. Así mismo, si se compara el múltiplo EV/Ebitda con la media de las empresas estudiadas, la acción de la compañía Terpel transa por debajo del valor promedio teórico de dicho indicador.

Tabla 2. Valoración por múltiplos del sector

Múltiplos Comparables				
Nombre	País	EV/Ebitda	P/VL	P/E
Terpel	Colombia	8,81	2,11	27,5
Biomax	Colombia	6,38	1,14	17,97
Petrobras	Brasil	7,06	0,42	9,24
Copec	Chile	9,74	1,51	17,14
YPF	Argentina	5,11	1,7	15,96

Exxon Mobil	Estados Unidos	5,69	2,15	13,37
Chevron	Estados Unidos	4,53	1,31	11,79

Mínimo	4,53	0,42	9,24
Promedio general	6,42	1,37	14,24
Máximo	9,74	2,15	17,97

Valor de la acción por comparables según precio/valor en libros	Mínimo	Media	Máximo
Valor intrínseco estimado por acción de Terpel	9.029	9.029	9.029
Múltiplo P/VL de comparables	0,42	1,37	2,15
Valor de la acción de Terpel por múltiplo según P/VL	3.792	12.389	19.444

Valor de la acción por comparables según precio/ ganancia	Mínimo	Media	Máximo
Valor utilidad neta por acción Terpel	648	648	648
Múltiplo RPG de Comparables	9,24	14,24	17,97
Valor Acción Terpel por múltiplo precio/ganancia	5.989	9.233	11.648

Valor de la acción por comparables según EV/Ebitda	Mínimo	Media	Máximo
Ebitda	532.682	532.682	532.682
Valor de la empresa para Terpel	2.413.051	3.418.933	5.188.326
Valor de la deuda financiera neta	369.526	369.526	369.526
Valor patrimonial de Terpel	2.043.525	3.049.407	4.818.800
Número de acciones en circulación	181.424.505	181.424.505	181.424.505
Múltiplos	4,53	6,42	9,74
Valor de la acción de Terpel por múltiplo según EV/Ebitda	11.264	16.808	26.561

Fuente: elaboración propia

RANGO DE VALOR RESULTANTE DE ANÁLISIS DE ESCENARIOS

- **Sensibilidad de WACC versus g:** este escenario sensibiliza las variables de WACC y diferentes tasas de crecimiento de los flujos de caja proyectados de la compañía:

	WACC						
	9,000%	8,500%	8,000%	7,600%	7,200%	6,700%	6,000%
g	1,00%	16.389	16.956	17.604	18.194	18.859	21.495
	1,50%	17.001	17.653	18.404	19.095	19.882	23.082
	2,00%	17.701	18.456	19.338	20.156	21.101	25.067
	2,50%	18.508	19.394	20.441	21.426	22.579	27.619
	3,00%	19.450	20.502	21.764	22.972	24.409	31.021

- **Sensibilidad de WACC versus factor de liquidez:** este escenario sensibiliza las variables de WACC y el factor de liquidez aplicado:

		WACC						
		9,000%	8,500%	8,000%	7,600%	7,200%	6,700%	6,000%
Factor de liquidez	1,00	18.419	19.178	20.058	20.869	21.798	23.168	25.621
	1,20	17.946	18.677	19.524	20.304	21.199	22.518	24.880
	1,50	17.269	17.960	18.760	19.498	20.343	21.589	23.821
	1,70	16.839	17.504	18.275	18.985	19.799	20.999	23.149
	2,00	16.223	16.852	17.580	18.252	19.021	20.156	22.188

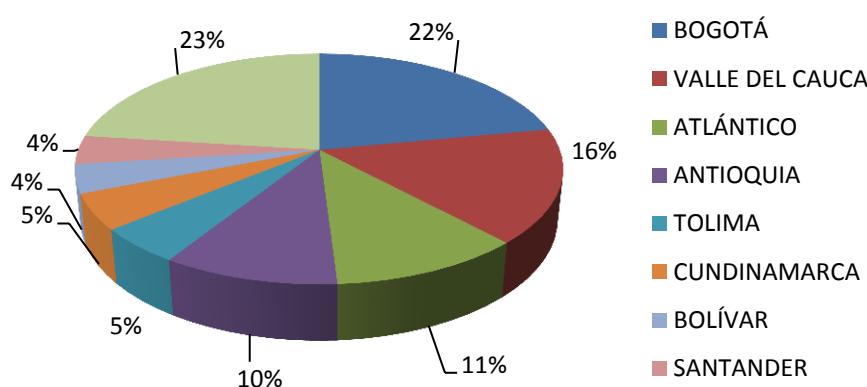
- **Sensibilidad de g versus porcentaje de Capex/Ebitda:** considera la estrategia de la compañía de realizar inversiones para la remodelación y ampliación de sus estaciones durante los siguientes años:

		g						
		1,500%	1,700%	2,000%	2,300%	2,700%	3,000%	3,300%
CAPEX/ EBITDA	45%	20.898	21.330	22.034	22.817	24.007	25.033	26.200
	50%	19.816	20.226	20.895	21.639	22.770	23.745	24.854
	54%	18.950	19.342	19.984	20.696	21.780	22.714	23.777
	60%	17.649	18.016	18.615	19.280	20.293	21.166	22.158
	63%	16.998	17.352	17.930	18.572	19.548	20.390	21.348

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La distribución minorista de combustibles líquidos y gas natural vehicular en Colombia contaba con 5.171 estaciones de servicio de venta de gasolina en 2012 (Ministerio de Minas y Energía, 2014) y con 716 estaciones de servicio de gas natural vehicular (GNV) en el mismo año, de acuerdo con la misma fuente; la mayor participación la tienen Terpel y Gazel, marcas de la Organización Terpel S. A. para cada uno de los sectores.

Gráfico 3. Porcentaje de estaciones de servicio de gas natural vehicular en 2014 en Colombia

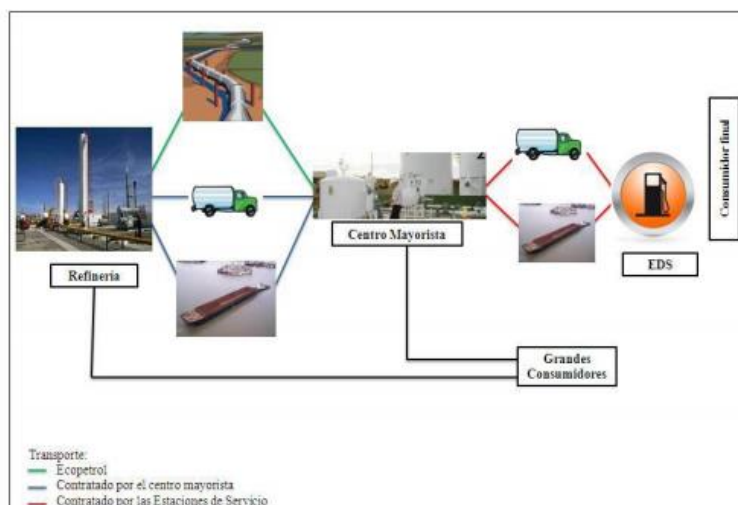


Fuente: elaboración propia con base en Ministerio de Minas y Energía (2014)

La industria en Colombia está conformada por distintos actores: el Ministerio de Minas y Energía, como representante del Gobierno Nacional; ECOPETROL, de economía mixta, encargada de las actividades de exploración, explotación, refinación, transporte, almacenamiento, distribución y comercialización de hidrocarburos, sus derivados y productos; Fendipetróleo, como agremiación del sector; la UPME, adscrita al Ministerio de Minas y Energía, y SICOM, que es el Sistema de Información de Combustibles Líquidos, del mismo ministerio.

El proceso de distribución y comercialización de combustibles es el siguiente:

Gráfico 4. Distribución y comercialización de combustibles



Fuente: Superintendencia de Industria y Comercio (2014)

El mercado de distribución de combustibles en Colombia cuenta con diferentes agentes: a) Los productores, importadores o refinadores; b) los proveedores mayoristas, y c) las estaciones de servicios o distribuidores minoristas. Los principales participantes en la distribución de combustibles líquidos son: Terpel, Biomax, Exxon Mobil y Chevron Texaco, que tienen el 80% del mercado, razón por la cual se puede decir que el mismo está concentrado.

En la industria de distribución de combustibles líquidos en Colombia hay varios aspectos macroeconómicos que influyen sobre los ingresos de las empresas: la regulación del precio para un vendedor monopólico que tiene muchos compradores, el precio determinado por los internacionales del petróleo, que influye de modo directo sobre el precio de venta, y el precio del dólar por barril que se paga en los mercados internacionales que para Colombia, además, está afectado por la tasa de cambio del peso con relación al dólar.

La industria de combustibles en Colombia está regulada. El Ministerio de Minas y Energía en junio de 2011 emitió la resolución 181047, mediante la cual “se adopta para las diferentes ciudades capitales del país y su área metropolitana, el régimen de libertad regulada para la fijación de precios de venta al público de la gasolina motor corriente oxigenada, la gasolina motor corriente, el ACPM y la mezcla de ACPM con biocombustible para uso en motores diesel”.

Los determinantes del precio del combustible para el consumidor final son los siguientes:

COMPONENTE	DESCRIPCIÓN
Ingreso al productor	Ingreso percibido por Ecopetrol y productores de etanol y biodiesel
Impuesto nacional a los combustibles	Establecido por el decreto 0568 de 2013, que establece el valor inicial del impuesto y el incremento anual acorde con la inflación
Tarifa de marcación	Costo del producto empleado para marcar el combustible entregado por Ecopetrol que busca evitar el contrabando
Transporte	Costo máximo del transporte del producto a través del sistema de poliductos o carrotanques
Margen del plan de continuidad	Margen dirigido a remunerar a Ecopetrol las inversiones en el plan de continuidad para el abastecimiento del país. Resolución 18 2370 del 29 de diciembre de 2009

Precio de venta al distribuidor mayorista	Costo de venta de la distribuidor mayorista
Margen para el mayorista	Remuneración del distribuidor mayorista
Sobretasa	Impuesto establecido en la Ley 188 de 1988
Precio de venta planta de abasto	Precio de venta en planta al distribuidor minorista
Margen del minorista	Remuneración del distribuidor minorista
Pérdida por evaporación	Reconocimiento de pérdidas por evaporación
Transporte de planta de abasto a EDS	Costo máximo del transporte del producto a la EDS
Precio de venta al público	Precio al consumidor final

Fuente: Ministerio de Minas y Energía (2015)

Los ingresos de la compañía se generan, en lo fundamental, de la venta de combustible líquido y gas natural vehicular en las estaciones de servicio de su propiedad y afiliadas; de manera adicional a esto, la empresa cuenta con otros productos que les generan valor a los accionistas y que se comercializan en menor cantidad, como son los lubricantes y aditivos. Los participantes de la industria se diferencian por el número de estaciones de servicio que tienen, la cobertura en el país y el volumen de venta de combustibles y de GNV.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura

En 1968, con 20 estaciones de servicio para vehículos nació la compañía Terpel, con el fin de solucionar el desabastecimiento de combustible en el departamento de Santander en Colombia. Luego de ampliar su red de distribución de combustible en todo el territorio colombiano y la incursión en negocios relacionados, se creó la Organización Terpel en el año 2001, que se convirtió en el líder en el mercado local de combustibles.

En el año 2006 comenzó la expansión al mercado internacional hacia Ecuador, Chile, Panamá, República Dominicana y Perú. En el año 2014 se fusionaron SIE, Proenergía y Terpel Centro para crear la nueva Organización Terpel, que pasó de ser una empresa en su mayoría colombiana a una cuyo accionista mayoritario es la compañía chilena COPEC. Las oficinas principales de la Organización Terpel están en Bogotá, capital de Colombia.

Gráfico 5. Cobertura de la Organización Terpel



	No.	No.	Ranking	% Part. Mercado*	Líneas de negocio
	7	--	1	92%**	(GNV)
	--	4	2	44%	Aviación
	109	--	2	21%	
	2.089***	20	1	41% EDS+IND 47% GNV 74% Aviación	
	56	--	5	7%	
	27	--	2	10%	(GNV)

(*) Fuente: Terpel. Cifras a dic-14

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

(***) 1962 EDS de combustibles líquidos (199 propias) y 290 EDS de GNV, de las cuales 163 EDS con tanto de GNV como de combustibles líquidos

No. EDS dic-13: Colombia-> 2051, Panamá-> 101, Ecuador-> 53, México-> 5, Perú-> 22



Fuente: Organización Terpel (2014)

Gráfico 6. Operaciones regionales de la Organización Terpel

 PANAMA	 ECUADOR	 REPÚBLICA DOMINICANA	 MÉXICO	 PERÚ
188 MM Glns en ventas 2013. Participación de mercado 2013* 21% Plan de expansión de red de EDS.	129 MM Glns en ventas 2013. Consolidación de negocios.	48 MM Glns en ventas 2013 Operación en 4 de los más importantes aeropuertos del país. Evaluando incursión en EDS y venta a clientes industriales.	12 MM Glns en ventas 2013. Único comercializador de GNV. Plan de expansión de red de EDS.	17 MM Glns en ventas 2013. Suministro exclusivo a sistema de transporte masivo limeño. Posicionamiento marca y consolidación de la red de EDS.

Fuente: Organización Terpel (2014)

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

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Liderazgo y reconocimiento de la marca en el sector	Continuar con el crecimiento en mercados internacionales en los países en que ya está y en nuevos en los cuales piensa incursionar
Participación mayoritaria en el mercado de distribuidores con la red más amplia de estaciones de servicio en Colombia.	Desarrollo del mercado de combustibles alternativos diferentes al GNV, como, por ejemplo, biocombustible y gas licuado de petróleo (GLP)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad de EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben ni pueden ampararse en ello para la toma cualquier decisión de inversión.

Mayor cobertura nacional y presencia en la región	Optimización de operación y costos en los que incurre con la reciente fusión
Amplio conocimiento del mercado colombiano desde su ingreso en el año 1968	Transformar el sector de combustibles en EDS que logren experiencias para los consumidores distintas a la simple compra de gasolina
Cuenta con una red internacional de estaciones de servicio de combustible	Mantener liderazgo como distribuidor de GNV y ampliar el posicionamiento de la marca Gazel
Cuenta con una red de estaciones de gas natural vehicular en Colombia y el exterior	Continuar con el crecimiento local de EDS en los lugares en los que hay menor presencia con los nuevos desarrollos de proyectos de infraestructura del país
	Ampliar la participación del mercado en los demás productos que tiene

DEBILIDADES	AMENAZAS
Precios controlados por el Ministerio de Minas y Energía	Ingreso de nuevos competidores adicionales a los existentes con compra de empresas con cobertura nacional
La regulación de precios no permite tener mayores ingresos en los lugares en los que tiene presencia única	Dependencia del precio del petróleo y su comportamiento variable
Mercado regulado por Ecopetrol, que define condiciones para los distribuidores	Venta informal de combustible
Altos costos para diferenciarse de los competidores	Cambios en la regulación
	Productos sustitutos para la gasolina, que es la principal fuente de ingresos
	Dependencia de la producción mundial de crudo
	Los ingresos dependen del precio del crudo, que está en dólares, y por lo tanto existe riesgo de tasa de cambio del <i>commodity</i> mismo

Fuente: elaboración propia

3. Productos y servicios

La Organización Terpel S. A. ofrece productos y servicios de la industria de derivados de petróleo y gas:

PRODUCTO O SERVICIO	DESCRIPCIÓN
Estaciones de servicio de combustible	Son los puntos de venta de combustible de Terpel ubicados en diferentes puntos de las ciudades, con la red más grande en Colombia
Estaciones de servicio de gas natural vehicular (GNV)	Son los puntos de venta de gas natural vehicular de Gazel: 290 estaciones de servicio, los únicos que logran cobertura nacional en Colombia
Tiendas de conveniencia	Espacios en las estaciones de servicio con venta de alimentos, sitios para descanso, cajeros automáticos y dispensadores
Ziclos	Puntos de servicio de lavado de vehículos
Lubricantes	Venta de lubricantes para vehículos livianos, motocicletas, de carga e industriales

Plantas de abasto	Infraestructura, operación y logística para la industria colombiana que, en los casos en que los negocios traspasan las fronteras, como Ecuador y Panamá, continúan ofreciendo servicios
Rumbo Terpel	Programa de servicio y valor agregado de Terpel que ofrece a los conductores y a las empresas propietarias de vehículos un sistema de control y administración de combustible, asistencia técnica para el manejo del mismo y operación de los equipos de las estaciones de servicio y programas de capacitación sobre seguridad y el uso de combustible y lubricantes
Mercado de combustible marino de barcos cargueros y barcas	Atención en puertos de barcos cargueros y barcas que llegan a los puertos colombianos y hacen parte de la red que atiende Terpel en otros países de Latinoamérica con los productos Marine Diesel (combustible), IFO (<i>intermediate fuel oil</i> , que es un combustible) y ALC (aceite liviano de ciclo)
Aviación Terpel: atención a la industria aérea del transporte de pasajeros y carga y a la aviación militar	Suministro para la industria aérea de pasajeros y carga y a la aviación militar en los aeropuertos de Colombia y República Dominicana

Fuente: Organización Terpel

4. Estrategia

La estrategia de la compañía es transformar el sector de los combustibles en estaciones de servicio, con enfoque hacia el servicio al cliente como factor diferenciador de sus competidores. Define las tiendas de conveniencia en las estaciones de servicio como una de las herramientas más importantes para alcanzar la estrategia planteada, para que no sea lo mismo ir a una estación de servicio en Estados Unidos o China que en Colombia.

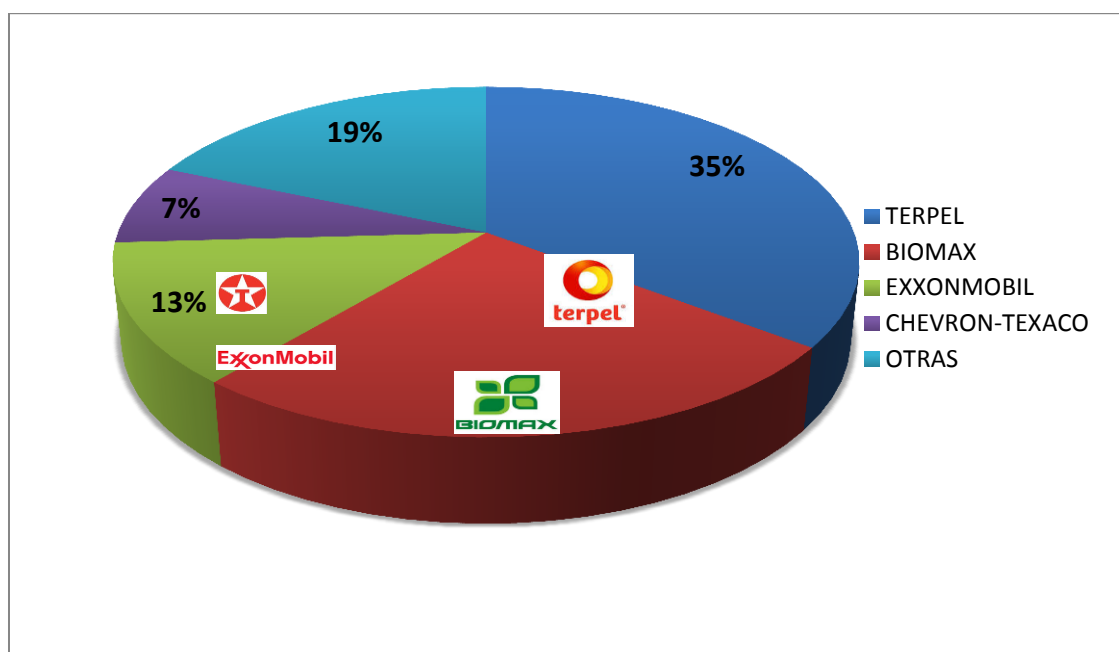
5. Desarrollos recientes

En el año 2014, Terpel lanzó el canal de comunicación “Terpel Sostenible”, una publicación digital trimestral para fortalecer la comunicación entre la compañía y sus grupos de interés, sobre todo con los usuarios o consumidores finales. También desarrolló una nueva imagen para las estaciones de servicio donde se incluyeron zonas de conveniencia para los clientes. Desarrollaron dos productos nuevos para mejorar el funcionamiento de vehículos y motos: Terpel Celerity 10W40 Sintético y Terpel Maxter 15W40 Gas. Se modificaron los empaques y etiquetas de lubricantes. Una de las estrategias para mantener el liderazgo es la innovación y desarrollo de nuevos productos que les permitan diferenciarse de los competidores (Organización Terpel, 2015a).

6. Análisis de los competidores

En Colombia, el mercado de distribución de combustibles ha tenido un aumento importante de participantes, aunque hay cuatro empresas que lo lideran: Terpel, Biomax, Exxon (Mobil y Esso) y Chevron (Texaco).

Gráfico 7. Participación porcentual en el mercado de acuerdo con número de estaciones de servicio (2012)



Fuente: elaboración propia con base en Superintendencia de Industria y Comercio (2014)

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La Organización Terpel S. A. está liderada por su presidenta, Sylvia Escovar, desde mayo de 2012, con más de diez años de experiencia en la compañía y hasta el año 2012 ocupó la vicepresidencia comercial. Los principales logros de la administración de la Organización Terpel en los últimos años son:

- Permanencia como la compañía líder en el sector en Colombia.
- Posición líder en la distribución de gas natural vehicular en Colombia.
- Realización de la primera emisión exitosa de bonos.
- Desarrollo de la estrategia de sostenibilidad.
- Realización, en 2013, del primer biovuelo en Colombia, con utilización de biocombustible de segunda generación.
- Autorización de la fusión reorganizativa de Proenergía Internacional, Sociedad de Inversiones en Energía (SIE) y Terpel del Centro, que quedaron en la Organización Terpel S. A.
- Ingreso a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) en agosto de 2014.
- Reconocimiento IR por segundo año, que destaca las prácticas de Terpel frente a los inversionistas por revelación de información y relación con los inversionistas.

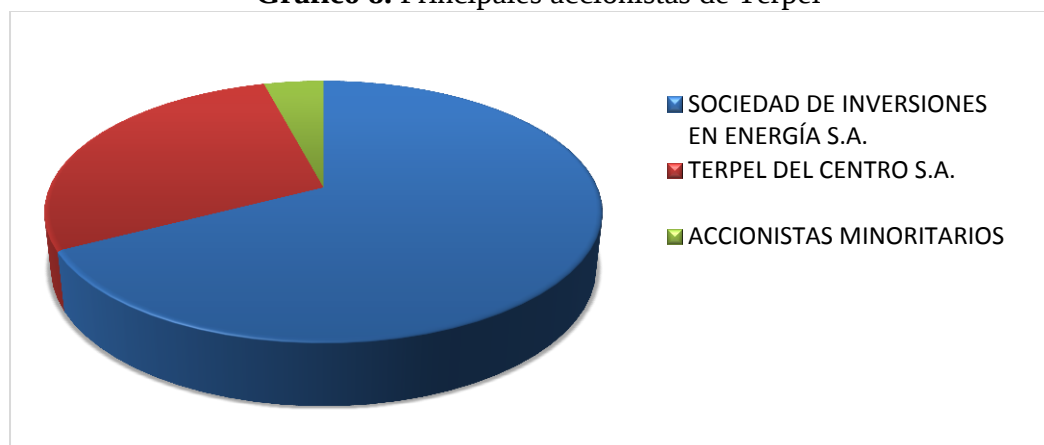
ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

El accionista principal de la Organización Terpel S.A. es la compañía chilena COPEC, que tiene el 95,99% de Proenergía Internacional, empresa con una participación del 52,8% en SIE,

accionista del 67,4% de la Organización Terpel. Además de COPEC a través de SIE, los accionistas de la sociedad al treinta y uno de marzo de dos mil catorce son:

Gráfico 8. Principales accionistas de Terpel



Fuente: elaboración propia con base en Organización Terpel S. A. (2015b)

Liquidez accionaria

Terpel S. A. emitió acciones por primera vez en la Bolsa de Valores de Colombia el 19 de agosto de 2014, fecha en la que puso en circulación 181,4 millones de títulos. Tiene una capitalización bursátil de USD1.172.359.349. De acuerdo con Superintendencia Financiera (2015b), la acción de la Organización Terpel S. A. tiene un índice de bursatilidad accionaria (IBA) de 5,29854 sobre 10, lo que quiere decir que es de media bursatilidad (Superintendencia Financiera de Colombia, 2015a).

	ACCIONES	PARTICIPACIÓN PORCENTUAL
EN CIRCULACIÓN	181.424.505	94,53%
OTRAS ACCIONES	10.490.916	5,47%
TOTAL CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO	191.915.421	

Fuente: Organización Terpel

Libre flotación

La *free float* o libre flotación se refiere a la parte del capital social de una empresa que cotiza de manera libre en la bolsa de valores, es decir, a las acciones que están en poder de los accionistas que no tienen interés por controlar la empresa. Terpel tiene una libre flotación del 41%.

Política de dividendos

En Terpel S. A. la Asamblea General de Accionistas de la sociedad, en las reuniones anuales ordinarias, toma decisiones sobre el monto de las utilidades que distribuirá como dividendo para los accionistas, según la utilidad neta que genere y los proyectos de crecimiento que tenga; en los últimos años, entre 2010 y 2013, ha distribuido alrededor del sesenta por ciento de la utilidad neta.

En la reunión de la Asamblea General de Accionistas del 24 de marzo de 2015 se aprobó la siguiente distribución de utilidades sobre \$62.711 millones de pesos de las utilidades netas del ejercicio de 2014: dividendo ordinario no gravado sobre 181.424.505 acciones, que se pagó en

una sola cuota el 31 de marzo de 2015: \$345,66 pesos por acción, de conformidad con el acta respectiva.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de mercado (nacional e internacional y precio)**

La compañía está expuesta a las variaciones del precio de petróleo, que afectan los precios de los inventarios de combustibles. Así mismo, las ventas de la compañía están relacionadas con la actividad económica del país; una desaceleración de la economía o una reducción importante en la demanda de los consumidores afectan el volumen de ventas de la compañía.

En Colombia, el sector de combustible se ve afectado en alto grado por el contrabando, ocasionando una caída del consumo en EDS legales y, por lo tanto, implica una reducción en las rentas para el Estado destinada a infraestructura y obras sociales.

- **Riesgo de tipo de cambio**

El ingreso al productor depende de la evolución que tenga el precio de paridad del precio de combustible en Estados Unidos, que depende de la evolución de la tasa de cambio y del precio del galón de gasolina o diesel en ese país. Este riesgo no lo puede mitigar en forma directa la compañía, ya que la estructura de precios la controla el Gobierno Nacional.

- **Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)**

La gasolina está compuesta de un elevado porcentaje de petróleo, un recurso natural que por su naturaleza se expone a un riesgo de escasez. Por esta razón, Terpel, tiene un programa de uso responsable de recursos naturales con el fin de generar el menor impacto posible al medio ambiente en el desarrollo de sus actividades.

- **Riesgo operativo**

La compañía está expuesta a situaciones de amenazas o alteraciones de orden público que pueden afectar las EDS y las plantas de abastecimiento y almacenamiento, al estar ubicadas en algunos municipios de Colombia que puede ser escenario de más alto riesgo.

Por la naturaleza del negocio, los empleados se ven expuestos a riesgos de operación como explosión, contaminación de suelos y de medio ambiente, lo cual hace que cada actividad deba ser planeada con anticipación y tomar medidas correctivas permanentes.

En la actualidad se realiza una auditoria con el fin de identificar los riesgos asociados con la operación. De igual forma, durante el año 2014 se realizaron jornadas de inducción, capacitación y visitas a las EDS; se entregaron manuales operativos que presentan las normas básicas que se deben cumplir para el manejo y la operación en las estaciones de servicio.

Terpel, por quinto año consecutivo, en el año 2014 obtuvo la recertificación de las normas ISO 9001 (calidad), ISO 14001 (medio ambiente), OHSAS 18001 (seguridad industrial y salud ocupacional) y Norsok S-006 (99%).

- **Riesgo financiero**

La empresa realiza significativas inversiones en la renovación de la imagen de las EDS, que requieren inversiones de CAPEX para los próximos cinco años por COP1,6 billones. Sin embargo este riesgo se mitiga en la medida en que la compañía mantenga el bajo nivel de apalancamiento moderado que en la actualidad tiene.

- **Riesgo sindical**

En Colombia, el 90,80% de los empleados de la organización se acogió al pacto colectivo (año 2015-2016) y el 2,85% son empleados sindicalizados.

- **Riesgo legal o de regulación**

Los precios del combustible están regulados en alta proporción por el Gobierno Nacional, lo que hace que las tarifas no sean competitivas en comparación con otros países. Organizaciones como Fendipetrol en la actualidad se encuentran desarrollando estudios que permitan demostrar que se debe hacer un ajuste en la estructura de precios.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Ventas estimadas

Terpel Colombia mostró una tendencia creciente en sus ventas durante el período de 2011 a 2014, con un crecimiento de 81%, derivado de la estrategia de expandir la red de EDS en el país para mantener su posición de líder del mercado, no solo por ventas de combustibles sino por la incursión en nuevos negocios que le permiten fortalecer la marca. Las proyecciones se realizaron con base en las principales tres unidades de negocio: venta de combustibles, con una participación del 70,6% del número de galones vendidos para 2014, venta de lubricantes y aditivos, con una participación del 1% de la cantidad de galones vendidos en el año 2014, y otras ventas, con el porcentaje restante.

Tabla 2. Ventas en el período de 2011 a 2014 (pesos colombianos)

2010	2011	2012	2013	2014
7.022.719	8.693.347	10.549.003	12.053.928	12.709.766

Variación en el período
de 2011 a 2014:

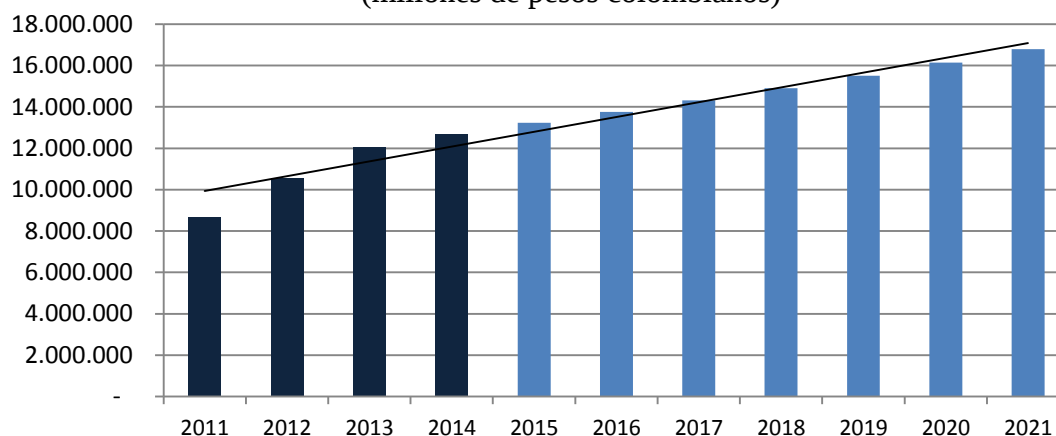
81%

Fuente: elaboración propia con base en Organización Terpel (2012; 2013; 2014)

Las ventas proyectadas tienen dos componentes; en primer lugar, una política de precios competitiva para los próximos años, junto con un incremento en los volúmenes de venta derivado de la inclusión de nuevos clientes cautivados por la marca y la construcción de nuevas

EDS que absorben nuevos clientes en zonas en las que hoy no tiene presencia la compañía.

Gráfico 9. Evolución de los ingresos operacionales de Terpel Colombia
(millones de pesos colombianos)

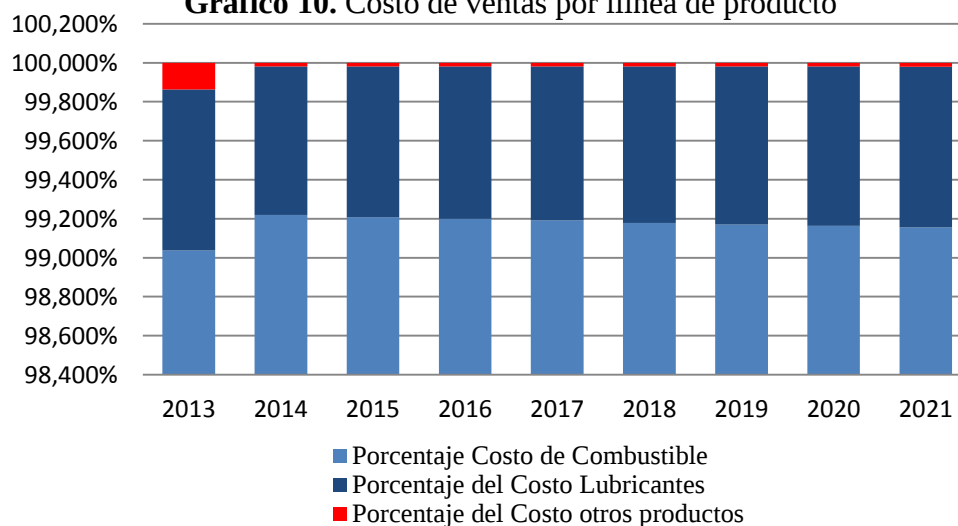


Fuente: elaboración propia

Costo de venta

Los costos de la compañía en el año 2014 presentaron un decrecimiento originado por el menor margen en líneas de lubricantes, industria y aviación. Para los años de la proyección se tuvieron en cuenta los márgenes de las tres unidades de negocio principales y se proyectó un incremento leve en los márgenes, dada la diversificación en nuevos productos que tienen mayor margen.

Grafico 10. Costo de ventas por línea de producto



Fuente: elaboración propia

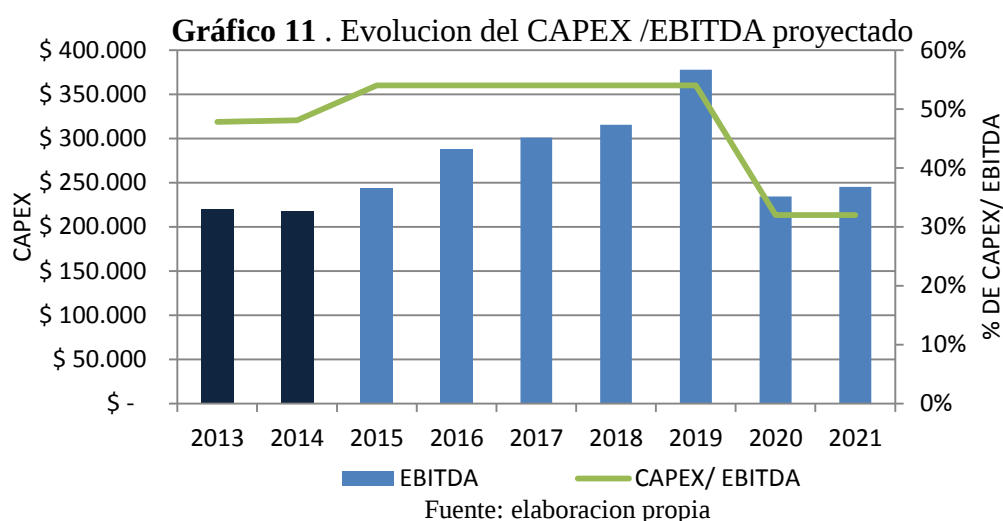
Gastos operacionales

En cuanto a los gastos operacionales, se evidencia que este rubro no ha presentado incrementos significativos durante el período de 2010 a 2014 e, incluso, al ser calculados como porcentaje de las ventas, tienen una menor participación en los años estudiados.

Supuestos de inversión

La inversión en CAPEX de Terpel de los dos últimos años se ha dedicado sobre todo a la expansión y el fortalecimiento de la red de estaciones de servicio, la inversión en la modernización de las EDS con servicios complementarios, de tal modo que para el cierre del año 2014 se han remodelado más de 400 de ellas y se han construido 220 baños y 14 tiendas de conveniencia; así mismo, la inversión se ha destinado al mantenimiento y al aumento de la capacidad instalada de las plantas de almacenamiento y de abastecimiento, por un total de COP217mil millones en 2014 en Colombia.

En el plan estratégico de Terpel se estima hacer una inversión en CAPEX de COP1,4 billones para el período de 2014 a 2017, para continuar con la remodelación de las EDS existentes y afiliadas, la construcción de las tiendas de conveniencia y demás servicios ofrecidos en las EDS. Con posterioridad se proyecta destinar a inversiones un 32% del EBITDA.



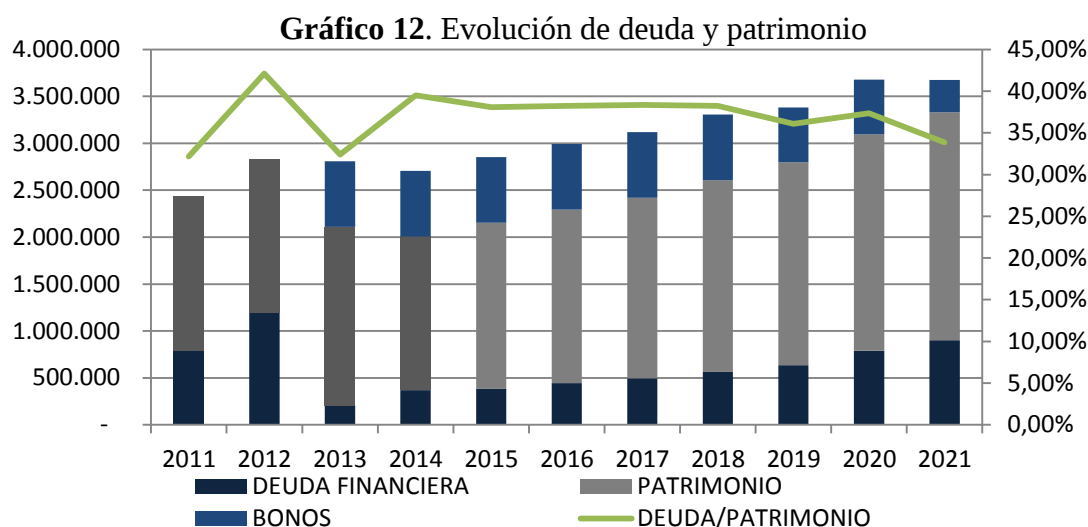
Capital de trabajo

Para la proyección del capital de trabajo se tuvo en cuenta un promedio de la rotación de las cuentas por cobrar, los inventarios y las cuentas por pagar de los años 2012, 2013 y 2014.

- Cuentas por cobrar: 11 días
- Inventarios: 13 días
- Proveedores: 6 días

Estructura financiera

La estructura financiera que se utilizó en la proyección del modelo tuvo en cuenta el porcentaje de endeudamiento de la compañía al cierre de 2014 y lo proyectó durante los demás años estudiados.



Impuestos

Para la proyección de impuestos se tuvo en cuenta lo dispuesto en la ley 1739 del 23 de diciembre de 2014, por la cual se modificó el estatuto tributario en Colombia.

	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
Tasa de Impuesto de renta	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Tasa de impuestos para la equidad (CREE)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Sobretasa al impuesto de la equidad	5,0%	6,0%	8,0%	9,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Impuesto al patrimonio	1,15%	1,00%	0,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Gravamen a los movimientos financieros	0,40%	0,40%	0,40%	0,40%	0,30%	0,20%	0,10%

Fuente: Ley 1739 del 23 de diciembre de 2014

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

BPR Benchmark. online (2015). Ranking compañías. Recuperado el 15 de mayo de 2015 de; http://papernet.cesa.edu.co/section/content/default.asp?WCI=pgDisplay&WCU=CRSCNT&ENTRY_ID=4345EE304408405090475B7862219BFE

Bloomberg Business (s.f.). Organización Terpel S. A. Recuperado el 15 de mayo de 2015, de: <http://www.bloomberg.com/quote/TERPEL:CB>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2014, 14 de octubre). Clasificación de acciones líquidas y no líquidas. *Boletín Informativo*, 217. Recuperado el 15 de mayo de 2015, de: <http://www.bvc.com.co>

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2015c, 19 de mayo). *Índices bursátiles*. Recuperado 19 de mayo de 2015, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/descripciongeneral/indicesbursatilespme?accion=dummy>

Ministerio de Minas y Energía (2014). *Estadísticas estaciones de servicio de gas natural. Consolidado agosto 2014*. Recuperado el 10 de abril de 2015, de: <http://www.minminas.gov.co/estaciones-de-servicio1>

- Ministerio de Minas y Energía (2015) . Para los agentes de la cadena de distribución de combustibles, consumidores finales y demás personas naturales o jurídicas interesadas, en virtud de lo establecido en la Resolución 4 0123 de enero de 2015 recuperado el 10 de Abril de 2015.
<http://www.minminas.gov.co/documents/10180/1034363/circular+acpm+febrero+2015.pdf/a3fe0118-2be1-49fa-9d8e-1c66dd2b50a2>
- Organización Terpel S. A. (2011) Estados Financieros individuales año 2011
- Organización Terpel S. A. (2012) Estados Financieros individuales año 2012
- Organización Terpel S. A. (2013) Estados Financieros individuales año 2013
- Organización Terpel S. A. (2014) Estados Financieros individuales año 2014
- Organización Terpel S. A (2013). Presentación Corporativa. Recuperado el 10 de Mayo de 2015, de:*
https://www.terpel.com/Global/Accionistas/Presentacion_Corporativa_Terpel.pdf
- Organización Terpel S. A (2014). Presentación Corporativa. Recuperado el 10 de Mayo de 2015, de:*
<https://www.terpel.com/Global/Accionistas/presentacion-corporativa-ot.pdf>
- Organización Terpel S. A. (2015a). *Informe de sostenibilidad 2014*. Recuperado el 10 de abril de 2015, de: <https://www.terpel.com/Global/Sostenibilidad/rs-ot-2014.pdf>
- Organización Terpel S. A. (2015b). *Prospecto de información, acciones ordinarias de Organización Terpel S. A., composición accionaria de la sociedad*. Recuperado el 10 de abril de 2015, de: http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_Organizacion_Terpel_2014.pdf
- Superintendencia de Industria y Comercio (2014, julio). *Distribución minorista de combustibles líquidos en Colombia, 2012*. Recuperado el 16 de mayo de 2015, de: http://www.sic.gov.co/drupal/sites/default/files/files/combustibles_julio_de_2014car.pdf
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015a, 12 de abril). *Sistema de información, Superintendencia Financiera de Colombia: número de registros 58.0000000000000000*. Bogotá: Superintendencia Financiera de Colombia.
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015b, 15 de abril). *Índice de bursatilidad accionaria – IBA*. Recuperado el 12 de abril de 2015, de: <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Publicaciones&lTipo=publicaciones&lFuncion=loadContenidoPublicacion&id=38565>
- Unidad de planeación Minero Energetico (2015). Recuperado el 10 de abril de 2015, <http://www1.upme.gov.co/>

ACTIVO	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014
ACTIVO CORRIENTE				
Disponible	78.042	110.207	163.997	177.854
Inversiones temporales	452.677	375.952	45.909	60.223
Deudores	339.471	541.487	499.305	567.760
Inventarios	385.777	412.132	427.448	395.040
Gastos Pagados por anticipados	3.484	7.862	4.769	3.520
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.259.451	1.447.640	1.141.428	1.204.397
ACTIVO NO CORRIENTE				
Inversiones Permanentes	565.556	374.636	474.731	359.910
Deudores	5.953	6.564	4.712	3.477
Propiedad planta y equipo	324.391	584.860	632.014	678.290
Intangibles	525.379	568.812	584.414	576.961
Diferidos	195.426	312.645	281.175	239.160
Otros activos	243	238	234	229
Valorizacion	185.359	251.453	350.632	367.026
ACTIVO NO CORRIENTE	1.802.306	2.099.208	2.327.912	2.225.053
TOTAL ACTIVO	3.061.757	3.546.848	3.469.340	3.429.450

PASIVO Y PATRIMONIO	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014
PASIVO CORRIENTE				
Obligaciones financieras	204.445	420.584	210.046	369.222
Proveedores	279.644	312.135	269.063	300.879
Cuentas por pagar	49.828	85.800	71.127	76.803
Impuestos, Gravámenes y tasas	146.547	88.089	114.337	113.003
Obligaciones laborales	10.731	6.191	6.204	5.969
Pasivos estimados y provisiones	23.599	43.296	30.765	39.792
Otros pasivos	31.597	52.977	64.479	64.678
TOTAL PASIVO CORRIENTE	746.391	1.009.072	766.021	970.346
PASIVO NO CORRIENTE				
Obligaciones financieras	578.451	772.349	328	304
Impuestos, Gravámenes y tasas	-	18.614	-	-
Pensiones de jubilacion	1.467	156	151	127
pasivos diferidos	84.586	107.747	103.177	120.523
Bonos y papeles comerciales	-	-	700.000	700.000
PASIVOS NO CORRIENTES	664.504	898.866	803.656	820.954
TOTAL PASIVOS	1.410.895	1.907.938	1.569.677	1.791.300
PATRIMONIO				
Capital Pagado	191.915	191.915	191.915	195.999
Prima en colocación de acciones	727.855	664.535	664.535	219.366
Reservas	137.954	182.361	179.921	161.452
Revalorización Patrimonial	28.999	12.563	-	125.673
Superávit por metodo de valoriac	94.811	26.623	112.207	80.787
Utilidad de ejercicios anteriores	112.484	180.561	234.380	362.425
Utilidad del Ejercicio	171.485	128.899	166.073	125.422
Valorizaciones	185.359	251.453	350.632	367.026
PATRIMONIO	1.650.862	1.638.910	1.899.663	1.638.150
PASIVO Y PATRIMONIO	3.061.757	3.546.848	3.469.340	3.429.450

	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	AÑO 2014
INGRESOS OPERACIONALES:				
Venta de combustibles	8.501.855	10.313.000	11.830.466	12.469.631
Venta de lubricantes y aditivos	148.977	163.219	187.647	186.384
Otras Ventas	42.516	72.785	35.815	53.751
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	8.693.347	10.549.003	12.053.928	12.709.766
Costo de ventas	8.112.702	9.721.414	11.214.191	11.847.316
UTILIDAD BRUTA	580.645	827.589	839.737	862.450
Margen Bruto	6,7%	7,8%	7,0%	6,786%
GASTOS OPERACIONALES				
Administracion	98.230	127.107	106.124	98.194
Ventas	218.757	411.623	449.732	484.753
Utilidad Operacional	263.658	288.859	283.881	279.503
Margen Operacional	3,033%	2,738%	2,355%	2,199%
EBITDA	263.658	429.849	459.952	452.063
Margen Ebitda	3,03%	4,07%	3,82%	3,56%
Ingresos por metodos de participacion	63.103	26.797	92.520	16.392
Ingresos Financieros	38.752	20.197	34.831	33.046
Gastos Financieros	103.877	116.481	118.587	81.573
Otros Ingreso	18.413	26.830	41.831	26.777
Otros Gastos	43.181	55.942	71.063	59.433
Utilidad antes de impuestos	236.869	190.260	263.413	214.712
Impuesto de renta	65.383	61.361	97.340	89.290
Interes minoritario				-
Utilidad Neta	171.485	128.899	166.073	125.422
Margen Neto	1,97%	1,22%	1,38%	0,99%
Resultado neto por accion	894	672	865	648,2

	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
ACTIVO CORRIENTE							
Disponible	135.263	102.102	78.637	143.016	87.060	378.173	432.624
Inversiones temporales	60.223	60.223	60.223	60.223	60.223	60.223	60.223
Deudores	590.730	607.135	624.207	641.973	660.460	679.700	699.721
Inventarios	408.876	425.428	442.650	457.648	476.175	495.453	515.511
Gastos Pagados por anticipados	3.520	3.520	3.520	3.520	3.520	3.520	3.520
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	1.198.613	1.198.408	1.209.237	1.306.379	1.287.438	1.617.069	1.711.600
ACTIVO NO CORRIENTE							
Inversiones Permanentes	359.910	359.910	359.910	359.910	359.910	359.910	359.910
Deudores	3.477	3.477	3.477	3.477	3.477	3.477	3.477
Propiedad planta y equipo	815.206	956.483	1.071.700	1.156.236	1.252.531	1.220.200	1.163.720
Intangibles	564.961	558.961	552.961	546.961	540.961	534.961	485.359
Diferidos	259.468	269.951	280.857	292.203	304.008	316.290	329.068
Otros activos	229	229	229	229	229	229	229
Valorizacion	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026
ACTIVO NO CORRIENTE	2.370.277	2.516.037	2.636.159	2.726.042	2.828.142	2.802.093	2.708.789
TOTAL ACTIVO	3.568.890	3.714.445	3.845.396	4.032.422	4.115.580	4.419.161	4.420.389
PASIVO CORRIENTE							
Obligaciones financieras	304	304	304	304	304	304	304
Proveedores	294.306	306.220	318.616	329.411	342.747	356.623	371.061
Cuentas por pagar	85.800	85.800	85.800	85.800	85.800	85.800	85.800
Impuestos, Gravámenes y tasas	105.610	97.821	89.172	80.102	72.586	65.557	57.722
Obligaciones laborales	5.969	5.969	5.969	5.969	5.969	5.969	5.969
Pasivos estimados y provisiones	39.792	39.792	39.792	39.792	39.792	39.792	39.792
Otros pasivos	64.678	64.678	64.678	64.678	64.678	64.678	64.678
TOTAL PASIVO CORRIENTE	596.459	600.584	604.331	606.056	611.876	618.723	625.326
PASIVO NO CORRIENTE							
Obligaciones financieras	386.286	444.582	496.796	563.262	636.049	789.552	899.807
Impuestos, Gravámenes y tasas	-	-	-	-	-	-	-
Pensiones de jubilacion	127	127	127	127	127	127	127
pasivos diferidos	120.547	120.547	120.547	120.547	120.547	120.547	120.547
Bonos y papeles comerciales	700.000	700.000	700.000	700.000	584.895	584.895	343.870
PASIVOS NO CORRIENTES	1.206.960	1.265.256	1.317.470	1.383.936	1.341.618	1.495.121	1.364.351
TOTAL PASIVOS	1.803.419	1.865.839	1.921.802	1.989.993	1.953.494	2.113.845	1.989.677
PATRIMONIO							
Capital Pagado	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999
Prima en colocación de acciones	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366
Reservas	161.452	161.452	161.452	161.452	161.452	161.452	161.452
Revalorización Patrimonial	125.673	125.673	125.673	125.673	125.673	125.673	125.673
Superávit por metodo de valorizacion	80.787	80.787	80.787	80.787	80.787	80.787	80.787
Utilidad de ejercicios anteriores	425.136	520.152	609.227	691.259	791.693	901.738	1.028.376
Utilidad del Ejercicio	190.032	178.150	164.055	200.866	220.091	253.276	252.033
Valorizaciones	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026	367.026
PATRIMONIO	1.765.471	1.848.605	1.923.595	2.042.429	2.162.087	2.305.317	2.430.712

	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
INGRESOS OPERACIONALES:							
Venta de combustibles	12.973.404	13.497.530	14.042.830	14.610.160	15.200.411	15.814.507	16.453.413
Venta de lubricantes y aditivos	195.815	205.723	216.133	227.069	238.559	250.630	263.312
Otras Ventas	56.471	59.328	62.330	65.484	68.798	72.279	75.936
TOTAL INGRESOS OPERACIONALES	13.225.690	13.762.581	14.321.293	14.902.713	15.507.767	16.137.416	16.792.661
Costo de ventas	12.266.291	12.762.841	13.279.502	13.729.427	14.285.246	14.863.579	15.465.337
UTILIDAD BRUTA	959.399	999.740	1.041.791	1.173.286	1.222.521	1.273.837	1.327.325
Margen Bruto	7,25%	7,26%	7,27%	7,87%	7,88%	7,89%	7,90%
GASTOS OPERACIONALES							
Administracion	98.554	101.462	104.267	107.352	110.430	113.600	116.866
Ventas	530.361	581.888	634.062	692.444	756.513	755.815	805.545
Utilidad Operacional	330.484	316.390	303.462	373.490	355.579	404.422	404.914
Margen Operacional	2,4988%	2,2989%	2,1190%	2,5062%	2,2929%	2,5061%	2,4113%
EBITDA	532.682	557.761	584.437	699.550	732.040	766.007	801.516
Margen Ebitda	4,03%	4,05%	4,08%	4,69%	4,72%	4,75%	4,77%
Ingresos por metodos de participacion	16.392	16.392	16.392	16.392	16.392	16.392	16.392
Ingresos Financieros	34.387	35.783	37.236	38.748	40.321	41.958	43.662
Gastos Financieros	32.704	33.113	34.120	34.506	35.398	33.837	36.080
Otros Ingreso	30.419	31.654	32.939	34.276	35.668	37.116	38.623
Otros Gastos	67.451	70.189	73.039	76.004	79.090	82.301	85.643
Utilidad antes de impuestos	311.527	296.917	282.870	352.397	333.471	383.751	381.869
Impuesto de renta	121.496	118.767	118.805	151.531	113.380	130.475	129.835
Utilidad Neta	190.032	178.150	164.065	200.866	220.091	253.276	252.033
Margen Neto	1,44%	1,29%	1,15%	1,35%	1,42%	1,57%	1,50%
Resultado neto por accion	982	921	848	1.038	1.137	1.309	1.303

	AÑO 2015	AÑO 2016	AÑO 2017	AÑO 2018	AÑO 2019	AÑO 2020	AÑO 2021
Utilidad Operativa	330.484	316.390	303.462	373.490	355.579	404.422	404.914
Impuestos Operativos	128.889	126.556	127.454	160.601	120.897	137.504	137.671
NOPLAT (UODI)	201.595	189.834	176.008	212.890	234.682	266.919	267.243
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	202.198	241.371	280.974	326.059	376.462	361.584	396.602
Flujo de Caja Bruto	403.794	431.205	456.982	538.949	611.144	628.503	663.845
Cuentas por Cobrar (Deudores)	22.970	16.405	17.072	17.766	18.488	19.239	20.021
Inventarios	13.836	16.552	17.222	14.998	18.527	19.278	20.059
Proveedores	(6.573)	11.914	12.396	10.795	13.336	13.876	14.438
Variacion Capital de Trabajo (KTNO)	(43.380)	(21.043)	(21.897)	(21.968)	(23.679)	(24.641)	(25.642)
Flujo de caja operativo	360.414	410.162	435.085	516.981	587.464	603.862	638.203
CAPEX	244.114	287.648	301.191	315.596	377.757	234.253	245.122
Flujo de Caja libre Operativo(FCLO)	116.300	122.514	133.894	201.385	209.707	369.609	393.081

VALOR DE LA COMPAÑÍA

WACC promedio	7,68%
Valor presente del flujo de caja libre	1.200.908
Valor residual	4.425.823
g	1,70%
Valor presente del valor residual	2.079.825
Valor de operaciones del negocio	3.280.733
Inversiones permanentes	359.910
Excesos de liquidez	238.077
Valor de activos	3.878.720
(-) valor presente de la deuda	369.526
Valor del patrimonio	3.509.194
Número de acciones en circulación	181.424.505
Precio objetivo	19.342
Valor de mercado el 26 de mayo de 2015	15.500
Potencial de valorización	24,79%



DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas 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.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, a Universidad ICESI, de Cali, Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

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

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/Burkenroad.aspx>

<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 Ext. 9585