

LATINOAMÉRICA - COLOMBIA

# Burkenroad Report

UNIVERSIDAD  
**EAFIT**<sup>®</sup>

Maestría en Administración Financiera

En convenio con:  
AB Freeman Business School  
Tulane University

**ORGANIZACIÓN TERPEL S. A.**  
**BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC) / TERPEL**

Primera cobertura o cobertura continua  
 Fecha de valoración: 3 de enero de 2020.

**Recomendación:** vender.

Precio de la acción a enero de 2020: COP 10.000.

Valor en el índice COLCAP: COP 1.676,49.

Según lo proyectado al cierre de 2020, la acción cuenta con un potencial de desvalorización del 14,51 %.

Precio de la acción al final de 2020: COP 8.548.

**Tabla 1. Valoración con los datos financieros más destacados (2021p-2026p) [cifras en COP millones]**

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>EBITDA</b>	913.835	1.007.119	1.124.528	1.240.075	1.330.810	1.436.344
<b>NOPLAT</b>	469.093	522.854	593.641	662.107	714.443	775.849
<b>WACC</b>	12%	12%	13%	13%	13%	13%
<b>FCL</b>	170.943	172.892	280.792	296.234	473.442	536.934
<b>ROIC</b>	8%	9%	9%	10%	10%	11%
<b>Margen EBITDA</b>	2%	2%	2%	2%	2%	2%
<b>ROA</b>	5%	5%	5%	5%	5%	5%
<b>ROE</b>	13%	13%	13%	13%	12%	12%
<b>EPS</b>	1.886	2.141	2.460	2.818	3.121	3.421
<b>P/E</b>	5,9	6,5	6,9	7,3	7,8	8,3
<b>CFPS</b>	872	882	1.433	1.511	2.416	2.739

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

Capitalización bursátil: COP 1.959.994.700.000.

Número de acciones en circulación: 195.999.470.

Grado de liquidez de la acción: bajo.

Hace parte de los siguientes índices: COLIR (0,461 %) y COLEQTY (0,454 %).

Se negocia en la Bolsa de Valores de Colombia, BVC.

Beta desapalancado: 0,83

Oscilación del precio en el último año (2019): COP 9.050-11.300.

**Descripción general de la Organización**

Ubicación: Bogotá.

Actividad económica: distribución y comercialización de combustibles.

Descripción: organización dedicada a la distribución y comercialización de combustibles en Ecuador, Perú, República Dominicana, Panamá y Colombia.

Productos y servicios: distribución de combustibles líquidos en estaciones de servicio (EDS), aviones, embarcaciones marinas y la industria. También ofrece gas natural vehicular (GNV), movilidad eléctrica, lubricantes y servicios complementarios como mini mercados (*convenience stores*), lavado de autos y quioscos.

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

**Analistas:**

Alejandro Jaramillo García

Susana Agudelo Henao

**Directora de la investigación de inversión:**

Judith Cecilia Vergara Garavito

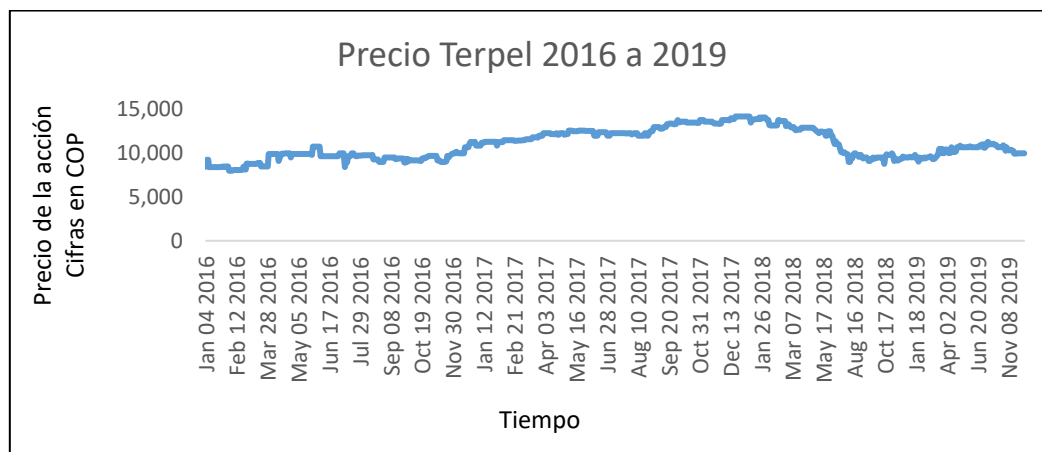
**Asesor de Investigación:**

Ph. D. Armando Lenin Támara Ayús

**COMPORTAMIENTO DE LA ACCIÓN**

En el período 2016-2019, la Organización Terpel S. A. –en adelante la Organización– tuvo un comportamiento en la Bolsa de Valores de Colombia –en adelante la BVC– principalmente al alza. El precio por acción inició en 2016 en COP 8.460 y cerró en 2019 en COP 10.000. El rendimiento medio anual para este período fue del 5,63 %, con una volatilidad anual del 31,76 %. En febrero de 2016, el precio tocó su mínimo (COP 8.000) y en diciembre de 2017 alcanzó su máximo (COP 14.200) [Figura 1].

Figura 1. La Organización. Precio de la acción (4 de enero de 2016-17 de diciembre de 2019)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

La Organización hace parte del índice COLIR, conformado por las empresas que tranzan en la BVC y cuentan con el reconocimiento Emisores 013 IR, que se otorga a aquellas que garanticen el cumplimiento de buenas prácticas de relacionamiento con los inversionistas y la divulgación de datos tanto a estos como al mercado en general. La participación de la acción en este índice se calcula basada en su flotante de acciones; al cierre de 2019, el de la Organización se situaba en el 0,461 %.

La acción de la Organización también hace parte del índice accionario colombiano COLEQTY, conformado por las 40 compañías con mejores indicadores de volumen de negociación y rotación dentro de la BVC. Su peso en este índice también se calcula basado en el flotante de las acciones; para el caso de la Organización fue del 0,454 % al cierre de 2019.

**Reconocimientos**

Durante siete años consecutivos la Organización recibió de la BVC el reconocimiento IR (*Investor Relations*) por la implementación de altos estándares en gobierno corporativo, especialmente en la revelación de información y su cercanía al inversionista (Bolsa de Valores de Colombia, BVC, s. f.).

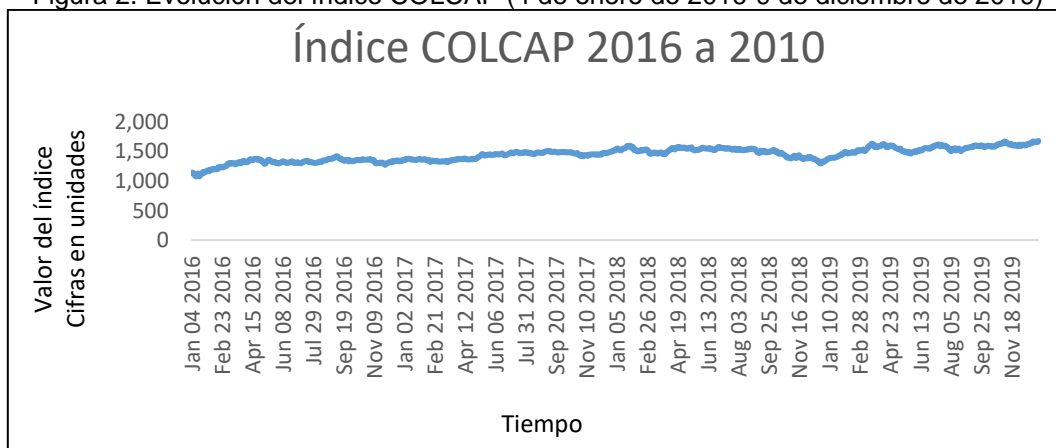
En 2019, la Organización fue exaltada por la BVC por su emisión de bonos por más de COP 1,1 billones en 2018, que la convirtió en la compañía que colocó mayor cantidad de recursos para su financiación a través del instrumento de renta fija (Bolsa de Valores de Colombia, BVC, s. f.).

**Referente de mercado**

En Colombia también existe el índice COLCAP, que refleja el comportamiento de las acciones con mayor liquidez del mercado y cuya medición se hace basada en su capitalización bursátil. Desde octubre de 2015, la acción de la Organización no hace parte de la canasta de este índice; sin embargo, sirve de referencia para comparar su comportamiento con respecto al mercado en Colombia.

En el período 2016-2019, el índice COLCAP tuvo una tendencia al alza, con un rendimiento promedio anual del 10,11 % y una volatilidad de 11,85 %; en enero de 2016 fue de 1.129 unidades y para diciembre de 2019 había alcanzado las 1.676 (Bolsa de Valores de Colombia, BVC, s. f.) [Figura 2].

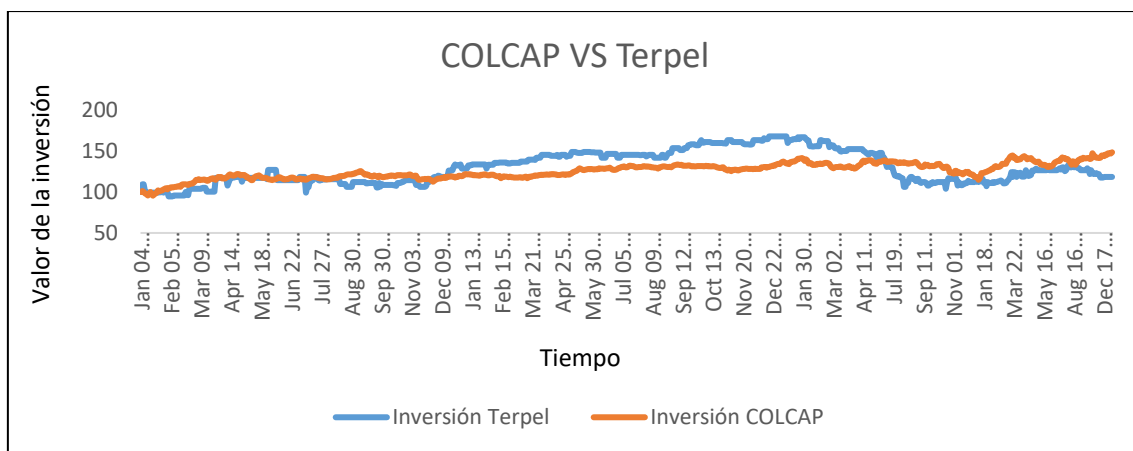
Figura 2. Evolución del índice COLCAP (4 de enero de 2016-9 de diciembre de 2019)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

Para realizar el ejercicio de referenciación entre la acción de la Organización y el índice COLCAP se asume el comportamiento de dos inversiones independientes en cada activo, cada una por un monto de 100 unidades, con un plazo de inversión equivalente al período de estudio (2016-2019). Al finalizar 2019, la inversión en la Organización terminó en un valor de 118,20 unidades y la del índice COLCAP en 148,40 [Figura 3].

Figura 3. Índice COLCAP frente a la acción de Terpel



Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.).

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La Organización realizó recientemente un plan de inversión para crecimientos inorgánicos con la que busca mantener su participación de liderazgo en el mercado; para ello se plantea requerimientos de inversión que permitan responder a las demandas de combustible según la información histórica y proyectada reportada en el Sistema de Información de Combustibles Líquidos (SICOM) y en el Sistema de Información de Petróleo y Gas (Colombia, Sistema de Información de Petróleo y Gas Colombiano, s. f.), además, de lo estimado para otros servicios.

Las inversiones en bienes de capital y en capital de trabajo se estiman en COP 2.602.700 millones para un período de 10 años, distribuidas así: ampliación y modernización de la red de estaciones de servicio –en adelante EDS–;

desarrollo de servicios complementarios; mantenimiento, adquisición y expansión de las plantas y del servicio en los aeropuertos; inversión en investigación y desarrollo, I + D (laboratorios); ampliación de la capacidad de almacenamiento en las fábricas de lubricantes; y transformaciones digitales para mejorar la experiencia de usuario (Organización Terpel S. A., 2019b).

## **TESIS DE INVERSIÓN**

La Organización ha logrado importantes hitos que siguen permitiéndole fortalecer su posición competitiva y su generación operativa. Entre ellos están la adquisición de Exxon Mobil; el lanzamiento de la marca Terpel Voltex –con la que logró completar su portafolio de movilidad, incluyendo la eléctrica–; el crecimiento en el segmento de servicios complementarios –foco en su estrategia–; los logros en las eficiencias en su operación; y la transformación digital de sus negocios –que se encuentra en progreso.

Sin embargo, es primordial que estos planes no demanden incrementos importantes en las exigencias de capital de trabajo que afecten la caja de la operación o se requieran inversiones de capital que impliquen una mayor financiación con deuda, dado que tendrían impactos significativos. Adicionalmente se debe considerar que los márgenes operacionales de la Organización son regulados en toda la cadena de producción, y que, en particular, para los distribuidores mayoristas de combustible, son bajos. Finalmente, existe un riesgo en el valor del inventario, que debe ser estimado basado en el precio del combustible en cada período y puede ser afectado por el precio internacional del petróleo o por cambios regulatorios que impactan el valor final del activo.

## **VALORACIÓN**

La metodología utilizada para la valoración de la Organización es la del método de flujo de caja descontado (FCD). Su escogencia se basa en el trabajo de

Fernández (2008: 15), que sostiene que este es el mejor método para las compañías que tengan expectativas de mantener su operación a través del tiempo, considerando la capacidad de generar flujos de caja futuros. Adicionalmente, tomando como referencia los reportes de Terpel de Escudero, Mazo y Pena (2017) y Fernández y Bermúdez (2015) ratifican el acierto en la escogencia del método de valoración.

Para el cálculo del costo de la estructura financiera se toma como referencia el WACC (*weighted average cost of capital*, costo ponderado de capital). El costo del patrimonio se calcula a través del modelo CAPM (*capital asset pricing model*, modelo de valoración de activos financieros), en el que para la tasa libre de riesgo la referencia es la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (*Treasury Bonds*) a 10 años. La rentabilidad del mercado se calcula basada en el S&P 500 (Blommborg, s. f.). El beta utilizado es el beta desapalancado (Damodaran, 2020), correspondiente a la industria de compañías de distribución de combustibles en los mercados emergentes. El riesgo país se obtiene del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP, 2020), que tiene como referencia al EMBI (*emerging markets bonds index*, índice de bonos de mercados emergentes). Y las inflaciones proyectadas tanto de Colombia como de Estados Unidos se extraen de Bloomberg (s. f.) [Tabla 2].

Con el elemento base de los flujos de caja libre calculados y el costo de la estructura financiera encontrado se lleva a cabo la valoración de la Organización. El valor obtenido de la acción equivale a COP 8.548 [Tabla 2]. Al compararlo con su precio en el mercado en enero de 2020 (COP 10.000), se recomienda vender la acción.

Finalmente, se evidencia que las proyecciones al cierre de 2020 reflejan una desvalorización potencial para la acción del 14,51 %.

Tabla 1. La Organización. Cálculo y valoración del WACC

<b>Parámetros</b>		<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Tasa libre de riesgo		2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Beta desapalancado		83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%	83,4%
Rentabilidad Mercado		11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Riesgo País (EMBI)		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Ku (US\$)		13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%
Inflación proy. Colombia		3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Inflación proy. EEUU		2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Devaluación		0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Ku (\$)		14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
% D t-1		67,3%	62,3%	59,9%	54,2%	53,9%	49,0%	50,2%	45,8%	48,0%	44,2%
% E t-1		32,7%	37,7%	40,1%	45,8%	46,1%	51,0%	49,8%	54,2%	52,0%	55,8%
Kd		7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Ke		27,7%	25,3%	24,2%	22,1%	22,0%	20,6%	20,9%	19,8%	20,3%	19,4%
WACC		12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	12,7%	12,8%	12,8%	12,9%	12,9%	13,0%
<b>Valoración</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	<b>2029E</b>	<b>2030E</b>
Flujo de Caja Libre		170.943	172.892	280.792	296.234	473.442	536.934	610.665	695.936	800.837	916.855
Valor Terminal											8.494.969
Tasa de descuento		12.3%	12.5%	12.6%	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	12.9%	12.9%	13.0%
V. Operativo Empresa	4.849.762										
Activos no operativos	428.947										
Pasivos no operativos	3.603.240										
V. Total de la Empresa	1.675.469										
Valor de la Acción	8.548										

Fuente: Elaboración de los autores

**SENSIBILIDAD DE LA VALORACIÓN**

A continuación, se realiza un análisis de sensibilidad del precio de la acción de la Organización tomando como referencia el cambio en la tasa de crecimiento de los flujos de caja (g) y el costo de la estructura financiera (WACC) para determinar el impacto en su precio ante los cambios de estas dos variables. La tasa de crecimiento proyectada es del 1,95 %, la variación utilizada es del 1 %, y para el WACC se aplica una variación del 3 %. Los resultados muestran un rango para la acción de entre COP 5.556 (escenario pesimista) y COP 14.491 (escenario optimista) [Tabla 3].

Tabla 3. La Organización. Resultados de la sensibilidad de la acción ante los cambios del costo de capital y del gradiente

Análisis de sensibilidad ante cambios en g y WACC		g		
		0.95%	1.95%	2.95%
WACC	9.95%	10,280,215	11,679,273	13,477,875
	12.95%	7,710,865	8,494,969	9,435,842
	15.95%	6,169,030	6,675,046	7,258,891

Escenarios	Vr. Terminal	VOE	Vr. Empresa	Precio Acción
Optimista	13,477,875	6,014,536	2,840,243	14,491
Moderado	8,494,969	4,849,762	1,675,469	8,548
Pesimista	6,169,030	4,263,285	1,088,992	5,556

Fuente: elaboración de los autores.

Para complementar el análisis de escenarios, se simulan el precio de la acción para Terpel, teniendo variaciones en sus ingresos y costos de venta y en los recursos destinados a capital de trabajo e inversión en CAPEX. [Tabla 4 y Tabla 5].

Tabla 4. Resultados análisis de sensibilidad ante cambios de los ingresos y los costos de venta.

Análisis de sensibilidad ante cambios en ingresos y costos de venta		Ingresos		
		-5.00%	0.00%	5.00%
Costos de venta	-0.30%	10,366	11,873	13,387
	0.00%	7,216	8,548	9,887
	0.30%	4,069	5,227	6,390

Tabla 5. Resultados análisis de sensibilidad ante cambios en la inversión de largo plazo y el capital de trabajo.

Análisis de sensibilidad ante cambios en la inversión LP y el capital de trabajo		Inversión LP		
		3.00%	5.00%	7.00%
Capital de trabajo	7.00%	8,919	8,549.5	8,171
	9.00%	8,913	8,548.3	8,174
	11.00%	8,908	8,547.8	8,550

## VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

Siguiendo a Escudero, Mazo y Pena (2017) y a la IESE Business School, (Universidad de Navarra, s. f.: 10), se realiza una selección de las compañías en América que negocien en una bolsa de valores, operen en un mercado similar al de la Organización y ofrezcan productos o mezclas de productos similares. Así, para este ejercicio se seleccionaron las siguientes [Tabla 6 y Tabla 7]:

### Ecopetrol

Principal grupo empresarial colombiano, dedicado a la explotación y la exploración de gas y petróleo, con ingresos en 2019 superiores a COP 69 billones; hace parte del índice COLCAP por ser una de las empresas con más alta capitalización de mercado y de mayor volumen de transacciones en la BVC.

### Petróleo Brasileiro S. A. (Petrobras)

Compañía mixta dedicada a la explotación y exploración de gas y petróleo, con una utilidad neta superior a los USD 9.200 millones anuales.

**Exxon Mobil**

Compañía ubicada en Estados Unidos dedicada a los sectores petrolero y químico, con ingresos cercanos a los USD 300.000 millones anuales.

**Chevron Corp**

Compañía norteamericana cuya actividad económica es la explotación, exploración, refinamiento, transporte y distribución de combustible fósil líquido, gas natural y sus derivados, con ingresos superiores a los USD 160.000 millones anuales.

**Conoco Phillips**

Compañía ubicada en Estados Unidos, resultado de la fusión de Conoco Inc. y Phillips Petroleum Company en 2002, que centra su negocio en el sector petrolero, con ingresos superiores a los USD 38.000 millones anuales.

**British Petroleum (BP)**

Petrolera británica cuya actividad económica es la explotación, refinamiento, transporte y distribución de combustible fósil líquido, gas natural y sus derivados, con ingresos superiores a los USD 244.000 millones anuales.

Tabla 6. Múltiplos de las compañías referentes

Compañía	Ubicación	EV/EBITDA	P/VL	P/E
Ecopetrol	Colombia	5.67	2.23	10.79
Petrobras	Brasil	5.61	1.33	9.8
Exxon Mobil	Estados Unidos	6.91	1.17	15.64
Chevron Corp	Estados Unidos	6.39	1.42	70.06
ConocoPhillips	Estados Unidos	4.13	1.8	8.77
British Petroleum	Inglaterra	5.98	1.3	31.23
Mínimo		4.1	1.2	8.8
Promedio		5.8	1.5	24.4
Máximo		6.9	2.2	70.1

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 7. La Organización. Valoración por comparables según EV/ Ebitda

	Mínimo	Promedio	Máximo
Ebitda	884.346	884.346	884.346
EV/EBITDA	4,1	5,8	6,9
Valor compañía (Millones COP)	3.652.349	5.112.993	6.110.830
Deuda financiera neta (Millones COP)	3.318.819	3.318.819	3.318.819
Valor patrimonial (Millones COP)	333.530	1.794.175	2.792.012
Valoración de la acción por referentes según EV/Ebitda (COP)	1.702	9.154	14.245

Fuente: elaboración de los autores.

Partiendo de esta evaluación, el valor considerado para la Organización (COP 9.154 por acción) evidencia una sobrevaloración de su precio actual y corrobora que la recomendación para los tenedores es vender.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia, el negocio de comercialización de combustibles es de libre entrada y competencia; sin embargo, son muy pocas las compañías que concentran un alto porcentaje de este sector, especialmente en la distribución mayorista, por lo cual el negocio puede enmarcarse como un mercado de oligopolio. Tomando como referencia el informe presentado por la Federación Nacional de Distribuidores de Combustibles y Energéticos, Fendipetróleo (s. f.), a 2019 había 18 distribuidores de combustible a nivel nacional, de los cuales solo tres concentraban más del 77 % del mercado: la Organización Terpel S. A., con el 44,9 %; Primax Colombia, con el 22,4 % y Biomax Colombia, con el 10,4 %.

Dentro de este mercado se encuentran los productores o refinadores de los combustibles y los distribuidores mayoristas y minoristas, estos últimos con sus EDS, que venden a los consumidores finales, compuestos por los grandes clientes y el transporte aéreo e industrial; y los pequeños usuarios, conformados por los propietarios de vehículos particulares, de servicio público y de carga (Soldicom, Fondo de Protección Solidaria, 2018).

Según la Superintendencia de Industria y Comercio (2012), en el país existen unas instituciones que controlan la actividad económica de distribución de combustibles fósiles líquidos y que, por sus funciones, son fundamentales para el funcionamiento correcto del mercado. Estas instituciones son las siguientes:

- El Ministerio de Minas y Energía: organismo gubernamental que se ocupa de la administración de los recursos naturales, procurando un desarrollo sostenible del medioambiente y de la explotación de los recursos. Dentro de sus funciones están la de la fijación de los precios y la de la definición de los criterios de remuneración para los proyectos del sector.
- Ecopetrol: compañía de propiedad mixta –luego de las democratizaciones de acciones que dieron inicio en 2007–, la más relevante a nivel nacional por sus ingresos, activos y capitalización bursátil; Ecopetrol es la principal compañía del sector de hidrocarburos en Colombia.
- Federación Nacional de Distribuidores de Combustibles (Fendipetróleo): agremiación sin ánimo de lucro cuyo objetivo es fomentar y atender los intereses de sus agremiados en el país.
- Unidad de Planeación Minero Energética (UPME): entidad adscrita al Ministerio de Minas y Energía, creada para propender por el desarrollo y el aprovechamiento de los recursos mineros y energéticos de todas las entidades tanto públicas como privadas del sector; además, es la encargada de centralizar y proveer la información relacionada con este segmento de la industria.
- Sistema de Información de Combustibles Líquidos (SICOM): entidad adscrita al Ministerio de Minas y Energía que integra y procesa la información acerca de la cadena de producción, incluyendo la comercialización del sector en el país (Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio, 2012).

## **VARIABLES MACROECONOMICAS QUE AFECTAN LA INDUSTRIA**

El valor internacional del petróleo impacta el proceso que fija los precios que se aplican a los combustibles; estos son determinados periódicamente por el Ministerio de Minas y Energía a través del análisis del comportamiento que tenga dicho activo a nivel externo.

Asimismo, el desarrollo económico de los países –calculado según el producto interno bruto (PIB)– afecta el desempeño de la Organización, dado que, por ser un insumo para la fabricación de productos o la comercialización de estos, gran parte de los sectores productivos requieren del combustible para soportar sus diferentes actividades.

Finalmente, la inflación afecta a los resultados de la Organización, debido a que puede representar un incremento en algunos de los rubros de su estructura de costos.

## **REGULACIÓN DEL SECTOR**

El mercado de distribución de combustibles es uno de los factores que favorece el desarrollo económico de los países, debido a que entrega los insumos necesarios para lograr la movilidad de las personas y el transporte de la carga para el comercio y la industria; por ello, en el caso de Colombia, este es considerado un servicio público y, por tanto, las políticas que lo rigen son establecidas por el presidente de la república y reglamentadas y supervisadas a través del Ministerio de Minas y Energía.

En los últimos 60 años, la regulación de este sector ha tenido un papel importante a través de la expedición de decretos y resoluciones que, entre otras características, les otorgan funciones al Ministerio de Minas y Energía en relación con la definición de la estructura, la fijación de los precios, los márgenes y su actualización a través del tiempo. Es el caso de los Decretos 2104 de 1974 y 1736 de 1975, complementados con el Decreto Ley 1 de 1984;<sup>1</sup> en dicha

---

<sup>1</sup> Fuentes: Colombia, Presidencia de la República (2016). *Decreto 2104* [en línea]. Disponible en <https://dapre.presidencia.gov.co/normativa/normativa/DECRETO%202104%20DEL%2022%20DE%20DICIEMBRE%20DE%202016.pdf>

legislación también se establecen las normas sobre las estaciones de abastecimiento de combustible y se reglamentan el transporte, los inventarios, el bodegaje, el manejo y la comercialización de los combustibles. Por otro lado, la Superintendencia de Industria y Comercio regula la competencia del sector, y los entes municipales, como autoridad territorial local, supervisan los precios de los combustibles en las EDS (Colombia, 2012: 15).

El artículo 1º de la Ley 39 de 1987 establece de esta manera las condiciones para la comercialización de los combustibles fósiles líquidos y los productos relacionados: “La distribución de combustibles líquidos derivados del petróleo es un servicio público que se prestará de acuerdo con la ley”.<sup>2</sup> Dicho enunciado fue complementado posteriormente con la Ley 26 de 1989.<sup>3</sup> Dado el hecho de que la comercialización de los combustibles fósiles líquidos es considerada un bien público, el Estado se otorga atribuciones para regular los siguientes aspectos de su distribución: precios, márgenes, horarios, calidad, requisitos de seguridad, condiciones contractuales y demás variables para garantizar un servicio óptimo (Colombia, Unidad de Planeación Minero Energética, 2019).

---

Colombia, Presidencia de la República (2015). *Decreto 1736* [en línea]. Disponible en <http://wp.presidencia.gov.co/sitios/normativa/decretos/2015/Decretos2015/DECRETO%201736%20DEL%2028%20DE%20AGOSTO%20DE%202015.pdf>

Colombia, Presidencia de la República (1984). *Decreto 1* [en línea]. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=6543>

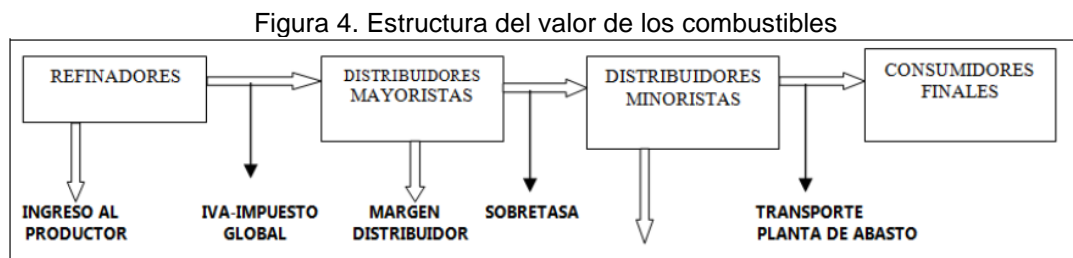
<sup>2</sup> Fuente: Colombia, Congreso de la República (1987). *Ley 39*. Bogotá: Diario Oficial 38.123. Disponible en [http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1594837#:~:text=LEY%2039%20DE%201987&text=\(noviembre%2018\)-,por%20la%20cual%20se%20dictan%20disposiciones%20sobre,del%20petr%C3%B3leo%20y%20sus%20derivados.&text=El%20Congreso%20de%20Colombia%2C&text=Art%C3%ADculo%201%C2%BA%20La%20distribuci%C3%B3n%20de,de%20acuerdo%20con%20la%20Ley](http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1594837#:~:text=LEY%2039%20DE%201987&text=(noviembre%2018)-,por%20la%20cual%20se%20dictan%20disposiciones%20sobre,del%20petr%C3%B3leo%20y%20sus%20derivados.&text=El%20Congreso%20de%20Colombia%2C&text=Art%C3%ADculo%201%C2%BA%20La%20distribuci%C3%B3n%20de,de%20acuerdo%20con%20la%20Ley)

<sup>3</sup> Fuente: Colombia, Congreso de la República (1989). *Ley 23*. Bogotá: Diario Oficial 38.695. Disponible en <http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1582703>

## DETERMINANTES DEL PRECIO

El precio para los distribuidores de combustibles líquidos en el país opera con libertad bajo supervisión, tal como fue establecido en la Resolución 180147 de junio de 2011 del Ministerio de Minas y Energía,<sup>4</sup> que define sus valores máximos; en todo caso, según su estrategia competitiva, las compañías tienen la libertad de asignar precios inferiores.

Para el consumidor final, el valor del combustible es afectado por toda la cadena de comercialización, donde algunos actores deben generar un margen por su operación en la que se incluyen impuestos y costos de transporte. Básicamente, la estructura de precio tiene cinco componentes: ingreso al productor, carga fiscal, transporte, márgenes y elementos asociados con la calidad y la vigilancia [Figura 4].



Fuente: Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio (2012).

En Colombia existe un monopolio de producción en cabeza de Ecopetrol, que vende el combustible requerido por los consumidores a un precio regulado y que, en general, está por debajo del que se observa en los mercados internacionales.

El Ministerio de Minas y Energía vigila y define mensualmente el precio de los combustibles, que es aplicado entre los refinadores, dirigido hacia los distribuidores mayoristas y está relacionado con la cotización internacional del petróleo y su paridad en Colombia, a fin de garantizar el abastecimiento local (Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio, 2012).

En Colombia, el precio de los combustibles tiene asociado tres impuestos: i) el impuesto al valor agregado (IVA), 19 %; ii) el impuesto nacional, que se

<sup>4</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Minas y Energía (2009). *Resolución 180147*. Bogotá: Diario Oficial 47.249. Disponible en [http://www.avancejuridico.com/actualidad/documentosoficiales/2009/47249/r\\_mme\\_180147\\_2009.html](http://www.avancejuridico.com/actualidad/documentosoficiales/2009/47249/r_mme_180147_2009.html)

liquida de la siguiente manera: galón de gasolina corriente, COP 546,26; galón de gasolina *premium*, COP 1.036,78; y galón de ACPM, COP 522,85; y iii) el impuesto por la contaminación con carbono, que se liquida por unidad de la siguiente manera: gas natural, COP 33; gasolina, COP 155; y ACPM, COP 174. Estas tarifas estarán vigentes para 2020 según la Resolución 000009 de la DIAN, expedida en enero de este año (Colombia, Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales, DIAN, 2020).

## **DESCRIPCIÓN DE LA ORGANIZACIÓN**

### **Historia**

1968. Inicia sus operaciones en 1968 en Bucaramanga con 20 EDS para solucionar el problema de desabastecimiento de combustible en esa ciudad.

1972. En su proceso de consolidación entra en el negocio de distribución de combustibles para la industria aérea.

1982. Crea la fábrica de lubricantes.

1993. Entra en el negocio de marinos con la distribución de diésel.

2006-2007. Inicia su proceso de internacionalización con operaciones en Ecuador, México, Panamá y Chile; en este último país adquirió la petrolera nacional y la red minorista de Repsol YPF.

2008. Con la adquisición de Gazel, empresa líder en el sector de gas natural vehicular (GNV) en Colombia, amplía su portafolio de productos y servicios y comienza a ofrecer opciones de movilidad sostenible.

2009. Incursiona en el mercado peruano.

2010. COPEC, una de las empresas más grandes de Chile, se constituye en el accionista mayoritario y la lleva en poco tiempo a evolucionar su estrategia con enfoque en las personas.

2011. Llega a República Dominicana con la distribución de combustibles para aviones.

2013. Evoluciona y diversifica su modelo de negocio con servicios complementarios: Altoque y Ziclos.

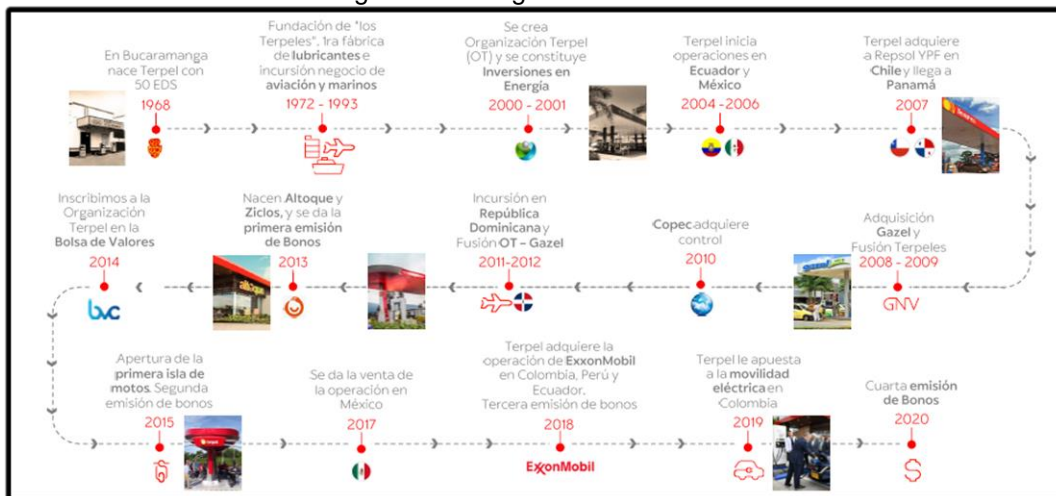
2014. Con la fusión entre la Sociedad de Inversiones en Energía (SIE), Proenergía y Terpel del Centro S. A., se convierte en la Organización Terpel y realiza su inscripción en la BVC.

2015 en adelante. Adquiere el negocio de lubricantes de Exxon Mobil Colombia e inicia operaciones en Perú y Ecuador, consolidándose como la marca líder en tecnologías de lubricación.

2019. Lanza la propuesta de movilidad eléctrica.

Actualmente, la Organización es reconocida por Fitch Ratings y por S&P 500 con la calificación AAA por su posición competitiva como líder del mercado, la amplia red de EDS y la diversidad geográfica y de productos. Cabe anotar, además, que es una compañía estable en su generación operativa. Para COPEC, su accionista mayoritario, la Organización es considerada como una estrategia; así, para las calificadoras se asume como parte de un beneficio del respaldo estratégico y operativo [Figura 5].

Figura 5. La Organización. Historia



Fuente: Organización Terpel S. A. (2019a y 2019b).

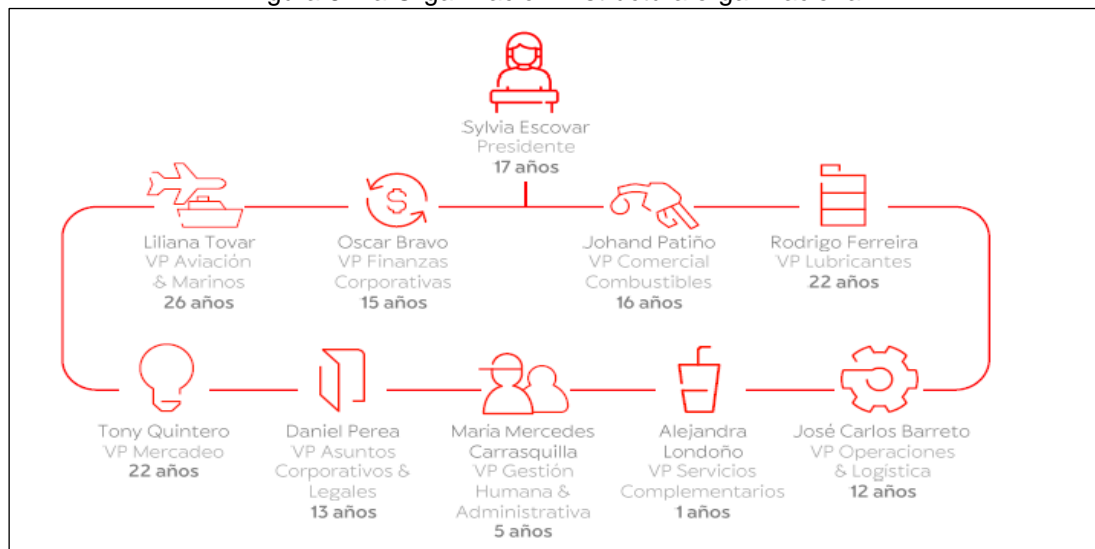
**Información del *management***

La Figura 6 muestra la estructura organizacional vigente a diciembre de 2019 y evidencia la trayectoria en la industria de los miembros del equipo.

En ella se destaca su presidente, Sylvia Escovar Gómez, la primera mujer que ocupa este cargo. La doctora Escovar Gómez fue uno los diez líderes con mayor reputación del país en el listado de Merco en 2019 (2020). Por su parte,

la Organización misma ascendió al puesto 25 de las empresas con mejor reputación, luego de haber ocupado la posición 29 en 2018. Es de destacar también la calidad de su junta directiva, compuesta por 14 miembros, siete principales y siete suplentes; debido a que son emisores de valores, estos deben cumplir con los requerimientos legales y la cuarta parte de ellos debe ser independiente.

Figura 6. La Organización. Estructura organizacional



Fuente: Organización Terpel S. A. (2019a y 2019b).

**Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas**

La Tabla 8 muestra la matriz FODA de la Organización.

Tabla 8. La Organización. Matriz FODA

Fortalezas:	Oportunidades
Líder en la distribución y comercialización de combustibles en Colombia. Amplia red de EDS con cobertura a nivel nacional. Diversificación del portafolio de productos y servicios e innovación para los consumidores. Diversificación geográfica en América Latina. Se beneficia del respaldo estratégico y operativo de Copec, principal accionista. Recientes adquisiciones estratégicas para el posicionamiento competitivo y generación de valor. Estrategia orientada en personas y no en vehículos. Calificación AAA con perspectiva estable por parte de las calificadoras de riesgo. Precios competitivos en los micromercados que se encuentra.	Fortalecer su posición competitiva en los demás países donde tiene presencia. Crecer Terpel Voltex: las estaciones de carga eléctrica. Transformación digital de cada negocio. Eficiencias en procesos internos.

Debilidades	Amenazas
No es posible una diferenciación de los competidores vía precio.	Cambios en las regulaciones que lleven a disminuciones de los márgenes operacionales. Aumento de tasas impositivas para este sector. Disminución en la demanda de combustibles líquidos. Entrada de nuevos competidores o multinacionales. Contrabando de combustibles líquidos. Su operación depende en alta proporción de la producción mundial de petróleo.

Fuente: elaboración de los autores.

## PRODUCTOS Y SERVICIOS

### Estaciones de servicio (EDS)

En América Latina, la Organización cuenta con aproximadamente 2.300 EDS, de las cuales 1.921 están en Colombia. Aquí la Organización es la líder del mercado, con una participación del 43,9 % en gasolina y 45,8 % en diésel. Una parte de las estaciones es propia, operadas directamente; otra funciona a través de contratos de franquicia; y otra son afiliadas, operadas por empresarios particulares. En todas ellas el objetivo es brindarle la mejor experiencia de servicio al cliente.

### Combustibles de aviación

La Organización tiene presencia en 32 aeropuertos de América Latina, suministrando combustibles tipo JET A1 y Avgas. Su propuesta de valor va más allá del abastecimiento de combustibles como tal, ya que también ofrece servicios adicionales. Por los altos estándares en su operación, la Organización es socia estratégica de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA). Y en Colombia es la líder, con el 76,1 % de participación del mercado.

### Combustibles marinos

La Organización suministra diésel y lubricantes marinos en los principales puertos de Colombia y Panamá. En Colombia es la líder, con el 19,9 % de participación del mercado.

### **Combustibles para la industria**

La Organización suministra combustibles en las instalaciones de sus clientes industriales de Colombia –con el 26,3 % de participación del mercado–, Ecuador y Panamá, en los sectores de construcción, minería, transporte, petróleo y agroindustria. Adicionalmente presta, entre otros servicios, programas orientados a la seguridad y la prevención de las afectaciones al ecosistema y programas de optimización de la operación de los clientes,

### **Operación de gas**

La Organización incursionó desde 1986 en el negocio del gas natural vehicular (GNV). En América Latina cuenta con 283 EDS de este tipo. Su participación del mercado en Colombia es del 46,9 %, y en Perú, del 12,49 %. Además, cuenta con “Territorio Gazel”, una red de talleres de mantenimiento y de conversión a GNV.

### **Operación de lubricantes**

A través de sus dos marcas (Mobil y Terpel), la Organización ofrece aceites lubricantes minerales y sintéticos en los segmentos de motores diésel, motores de gasolina y motocicletas. En Colombia es la líder del mercado, con el 40 % de participación.

### **SERVICIOS COMPLEMENTARIOS**

Los siguientes son algunos de los servicios complementarios que la Organización ha implementado en sus EDS, con el objetivo de ofrecerles experiencias memorables a sus usuarios.

#### **Mini mercados (*convenience stores*)**

Tiendas Altoque, Va & Ven y Alto. Cuentan con venta de alimentos, servicio de baños, acceso a internet wifi, zonas de juego para los niños y zonas de descanso para los clientes.

#### **Quioscos**

Deuna y Quick Shop. Ofrecen bebidas y alimentos ligeros.

### **Lavado de autos**

Lavaderos Ziclos y Wash´n Go. Servicio rápido a precios favorables.

### **Otros servicios**

Baños, cajeros electrónicos, máquinas de aire y aspirado, montaje de llantas y venta de aditivos.

## **ESTRATEGIA**

La filosofía de la Organización está centrada en “atender personas y no vehículos” a través de los siguientes pilares:

### **Mejor servicio**

Productos y servicios nuevos e innovadores para los clientes, con los mejores estándares de calidad.

### **Mejor infraestructura**

Que busca generar experiencias memorables en los clientes. Las EDS tienen una infraestructura moderna, renovada y ecológica, y cuentan con estacionamientos para motocicletas, mini mercados (*convenience stores*) y servicio de lavado de carros.

### **Mejores precios**

Ofrece precios competitivos en los mercados donde se opera. La Organización busca adaptarse a las diferentes preferencias de consumo y movilidad para tener disponibles todas las opciones que el cliente busque.

Considerar a las personas como el centro de la estrategia, nos ha orientado a innovar permanentemente y seguir avanzando en la transformación de la movilidad, logrando generar experiencias memorables en todas nuestras líneas de negocio y ser la marca número uno en el corazón de nuestros clientes (Organización Terpel S. A., 2019a y 2019b).

### **Desarrollos recientes**

En el proceso de transformación digital de los negocios, la Organización ha llevado a cabo las siguientes iniciativas:

- Creación de la Oficina de Aceleración Digital (ADT): en la que se identifiquen las oportunidades de mejora en la experiencia de los clientes y se optimicen los procesos internos con herramientas digitales y *big data*.
- Transformación organizacional y cultural: ser movilizadora de innovación e implantar programas de innovación abierta.
- Digitalización del 90 % de los procesos de gestión humana.

### **INICIATIVAS QUE TRANSFORMAN LA EXPERIENCIA DE LOS CLIENTES**

#### **Lanzamiento de la marca Terpel Voltex: movilidad eléctrica en las principales vías de Colombia**

- Se inauguró la primera estación de carga eléctrica del país, buscando que los usuarios de los vehículos eléctricos puedan salir de las ciudades y viajar por las carreteras principales. Con esta iniciativa, la Organización complementa su portafolio de productos y ofrece todas las fuentes de energía disponibles.

#### **En las EDS y los mini mercados (*convenience stores*)**

- Pago a través de códigos de repuesta rápida (QR), en alianza con Fintech Mercado Pago.
- Programa de fidelización en alianza con LifeMiles.
- Programa de fidelización en Perú, que busca mejorar la experiencia del cliente con promociones, regalos y celebraciones de fechas especiales.
- Red de Empresarios Terpel (RET): un medio para la comunicación, la asesoría, la formación y la innovación que afianza la conectividad entre los empresarios y promueve el trabajo en red.
- Ampliación de la oferta de servicios complementarios: con un crecimiento del 196 %, se dio apertura a 200 quioscos y 11 tiendas Altoque. Además, se creó

la vicepresidencia de servicios complementarios para evolucionar este negocio y aumentar su propuesta de valor.

### **En la industria de la aviación**

- Desarrollo de competencias con los más altos estándares, que busca mayores eficiencias en la operación en tierra de las aerolíneas.
- Automatización operativa de la gestión administrativa que permita dar información del consumo en tiempo real.
- Implementación de robots que automatizan los procesos (*robotic process automation*, RPA), aumentan la eficiencia en los procesos operativos y mitigan posibles errores. En la actualidad, la Organización tiene en operación robots para la lectura de los cambios en los itinerarios en los aeropuertos y para la asignación de recursos.

### **En la industria marítima**

- La Organización está en el proceso de preparación para implantar la Norma IMO 2020: el uso de combustibles que no contengan azufre.

### **En la industria en general**

- Habilitación de producto “apalancador” B2T (*business to trade*) para el cierre de la negociación para el suministro de combustible del transporte masivo en Bogotá.
- Implementación de una aplicación que ha permitido que la cuarta parte de las transacciones del canal virtual sea hecha a través de dispositivos móviles.
- Introducción de un piloto de software para la implementación de una solución innovadora en el programa de flotas.

### **En la operación de gas**

- Construcción en Colombia de un laboratorio de investigación, desarrollo e innovación (I + D + i) de gas natural vehicular (GNV) donde se podrán testear nuevos desarrollos y diferentes iniciativas que busquen la reducción de las

emisiones contaminantes y propendan por la eficiencia energética.

- Crecimiento de programa de fidelización Club Gazel.

### En los lubricantes

- Modelo innovador con un portafolio dual que ofrecen Terpel y Mobil y que tiene alcance en su distribución.

## ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

Según las estadísticas suministradas por la Federación Nacional de Distribuidores de Combustibles y Energéticos, Fendipetróleo (s. f.), para el cierre de 2018 se registraban en Colombia 18 distribuidores mayoristas de combustibles líquidos. Basado en estas cifras, se puede concluir que el mercado es un oligopolio, dada la alta concentración de participación del mercado en los cuatro distribuidores más grandes [Tabla 9].

Tabla 9. Colombia. Distribuidores de combustible mayoristas

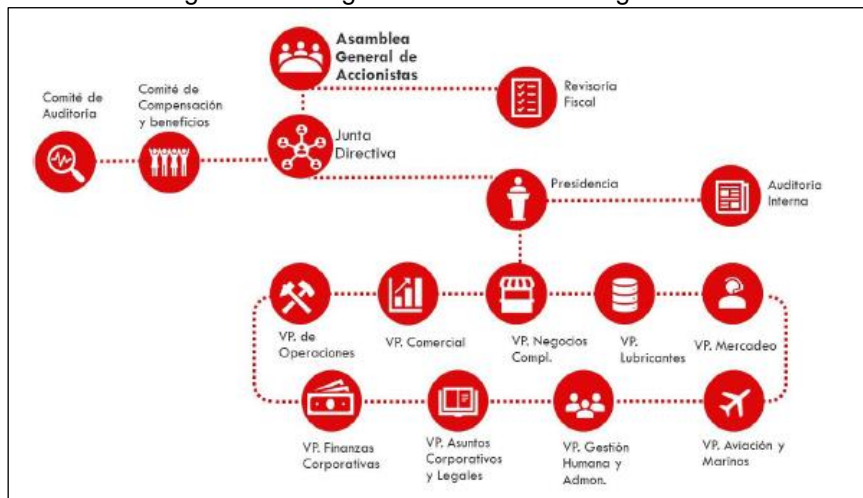
<b>Participación de los distribuidores mayoristas</b>				
Puesto	Distribuidor	Galones (en millones)	% participación	Participación de mercado acumulada
1	Terpel	1,527	45%	45%
2	DAC (Primax)	764	22%	67%
3	Biomax	355	10%	78%
4	Chevron	258	8%	85%
5	Petromil	145	4%	90%
6	Petrobras	116	3%	93%
17	Petrodecól	1	0%	100%
18	Ocean Energy	0	0%	100%
	Total	3,403		

Fuente: Federación Nacional de Distribuidores de Combustibles y Energéticos, Fendipetróleo (s. f.).

**DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES**

La Organización comparte el propósito de desarrollar y mejorar las prácticas de buen gobierno corporativo fortaleciendo la transparencia de la gestión de la administración y la garantía y protección adecuadas de los intereses de los accionistas. Por ello adoptó en 2008 el código de buen gobierno corporativo [Figura 6].

Figura 6. La Organización. Niveles de gobierno



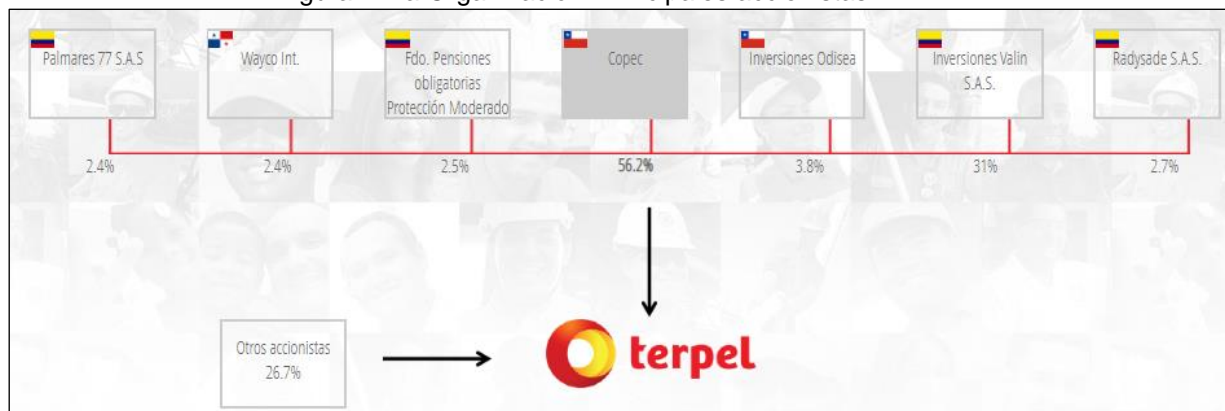
Fuente: Organización Terpel S. A. (2019a y 2019b).

Dentro de los reconocimientos obtenidos por la Organización se encuentran el otorgado por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) con el sello con el sello IR (*Investor Relations*), por adoptar voluntariamente mejores prácticas en la revelación de información y la relación con los inversionistas a través del suministro transparente, oportuno y veraz de esta en materia jurídica, financiera y comercial. Adicionalmente, el estudio de Reprtrak (2019) la calificó como la empresa con mejor reputación en el sector de la energía y el petróleo del país; esta medición analiza y estudia la percepción del público en general a partir de la confianza, la buena impresión, la estima, la admiración y el respeto que sienta por alguna compañía.

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Al cierre de 2019, el principal accionista de la Organización era Copec, con una participación del 56,2 %. Por su parte, las acciones de libre flotación representaban el 26,7 % [Figura 7].

Figura 7. La Organización. Principales accionistas



Fuente: Organización Terpel S. A. (s. f.-e).

### Liquidez accionaria

La Organización presenta una liquidez baja; así, los volúmenes y operaciones son pequeños o incluso en ocasiones no se negocian. Sin embargo, en 2015, sin completar un año de haber sido listada en la BVC, la Organización ingresó al grupo de empresas del índice COLCAP, tras ser una de las acciones más negociadas; con todo, en ese mismo año fue retirada de dicho índice.

### Política de dividendos

En los últimos seis años (2014-2019), el 50 % de la utilidad neta de la Organización se ha distribuido como dividendos [Tabla 10].

Tabla 10. La Organización. Histórico de los dividendos

Dividendos	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad Neta del ejercicio (\$COP)	125,422	105,958	196,516	195,281	133,740	237,920
Utilidad por acción (\$COP)	691,32	584,03	1,083	1,076	737,17	1,311
Dividendo por acción (\$COP)	345,66	292,02	541,59	538,19	368,58	655,70
% Utilidad neta distribuida	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Decretados fecha	1/03/2015	1/03/2016	1/03/2017	1/03/2018	1/03/2019	1/03/2020
Fecha de pago	1/03/2015	1/04/2016	1/04/2017	1/04/2018	1/03/2019	1/03/2020

Fuente: Organización Terpel S. A. (s. f.-c; s. f.-g).

## **RIESGOS DE INVERSIÓN**

Tomando como referencia el informe de la Organización (s. f.-a), se lograron identificar los siguientes riesgos transversales al negocio.

### **Riesgos financieros**

La Organización está expuesta a riesgos financieros como los de mercado, crédito y liquidez, en especial por el uso de algunos instrumentos financieros de deuda o inversión.

#### **Riesgo de mercado**

Se define como la probabilidad de obtener pérdidas ante el cambio de algunos indicadores macroeconómicos que su vez impactan el valor de mercado de algunos activos o pasivos por la variación de precios, las tasas de interés o los índices, entre otros.

#### **Riesgo cambiario**

El balance de resultados de la Organización incluye transacciones que se realizan en el entorno internacional, por lo que algunos ingresos y egresos están en moneda diferente al COP, hecho que puede suscitar la posibilidad de pérdida por la variación en la cotización de las divisas. Para gestionar este riesgo, la Organización realiza la cobertura natural entre activos y pasivos en divisas, realizando los pagos en estas, basados en los recaudos de las diferentes monedas.

#### **Riesgo tasa de interés**

Al cierre de 2019, la Organización tenía aproximadamente COP 2,63 billones en deuda, de los cuales el 9 % está a tasa fija y el 91 % a tasa variable. Así, el costo del crédito puede variar con los cambios en el valor del indicador de indexación de la deuda, que en su mayoría está ajustado a la inflación (IPC) y a la tasa de depósitos a término (DTF). Para limitar las posibles pérdidas asociadas a este

riesgo, los créditos bancarios se negocian con la posibilidad de realizar pagos anticipados sin causar sanciones.

**Riesgo crediticio**

Se define como la probabilidad que tiene una compañía de generar pérdidas por la falta de capacidad o de voluntad de pago de sus contrapartes y clientes, lo cual se refleja en su cartera comercial; este riesgo es mitigado a través del conocimiento que tenga de estos y de las garantías dispuestas para otorgar los créditos.

**Riesgo de liquidez**

Se define como la probabilidad que tiene una compañía de obtener pérdidas al no contar con los recursos necesarios para cubrir las obligaciones financieras en los plazos acordados. Este riesgo es gestionado a través de la tesorería de la Organización, donde se monitorea diariamente la fuente y la destinación de los recursos, garantizando así la disponibilidad suficiente para honrar las obligaciones.

**Riesgo legal**

Al operar en un sector altamente regulado, la Organización puede ver disminuidos sus márgenes por las definiciones o decisiones del Gobierno de turno en relación con el precio de los combustibles o en los costos en los que deba incurrir para cumplir los cambios normativos en la cadena de producción, el transporte o la comercialización.

**Riesgo de agotamiento de los recursos no renovables**

La actividad económica de la Organización se basa en la explotación de recursos naturales no renovables como el petróleo y el gas; por ello, se evidencia un riesgo de agotamiento. Según un comunicado de la Presidencia de la República (Colombia, 2020), al cierre de 2019 el país contaba con reservas de petróleo para 6,3 años, equivalentes a 2.036 millones de barriles; con respecto al gas natural, existen reservas para 8,1 años, equivalentes a 3.149 giga pies cúbicos.

**Otros riesgos**

Blanqueo de capitales o lavado de activos, corrupción y riesgos socio-ambientales que se pueden generar desde la operación propia o la de sus aliados, además, de los riesgos operacionales por fallas en sus procesos o en el personal.

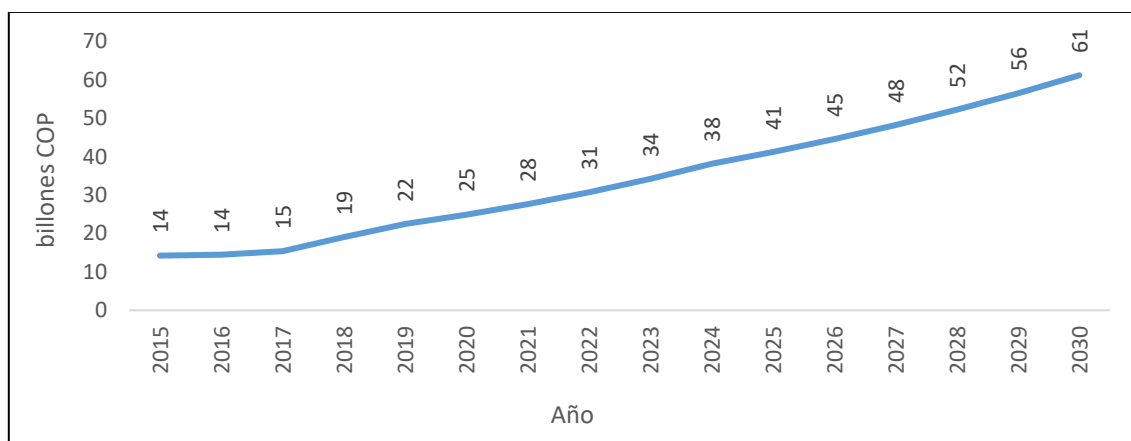
**EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**

**1) Rubros de la operación**

**Estimación de ingresos**

En los últimos años la operación de Terpel ha tenido un crecimiento promedio del 21%. Las proyecciones se estiman bajo un escenario moderado donde estos crecimientos pasarían a ser del 10,90% para los próximos 5 años y del 7,9% del año 6 al 10, donde los supuestos para la proyección de Colombia parten del histórico de ventas y de la demanda estimada de combustibles para el país de acuerdo con la información proyectada por SICOM y para Panamá, Perú, Ecuador, Rep. Dominicana están sustentados en el crecimiento estimado del PIB para cada país.

Figura 8. La Organización. Ingresos operacionales (2015-2030p)



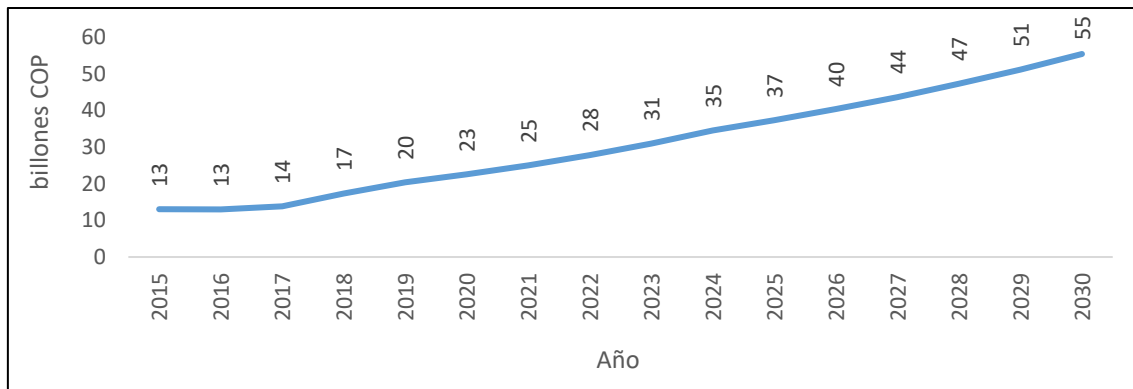
Fuente: elaboración de los autores a partir de Organización Terpel S. A. (s. f.-h).

**Costo de venta**

Estos costos son estimados a partir de la evaluación histórica de los costos de la compañía con respecto a los ingresos. En promedio los costos son del 90,69%

del ingreso, lo cual es consistente con los márgenes observados en la cadena de producción y distribución de combustibles. [Figura 9].

Figura 9. La Organización. Costos operacionales (2015-2030p)

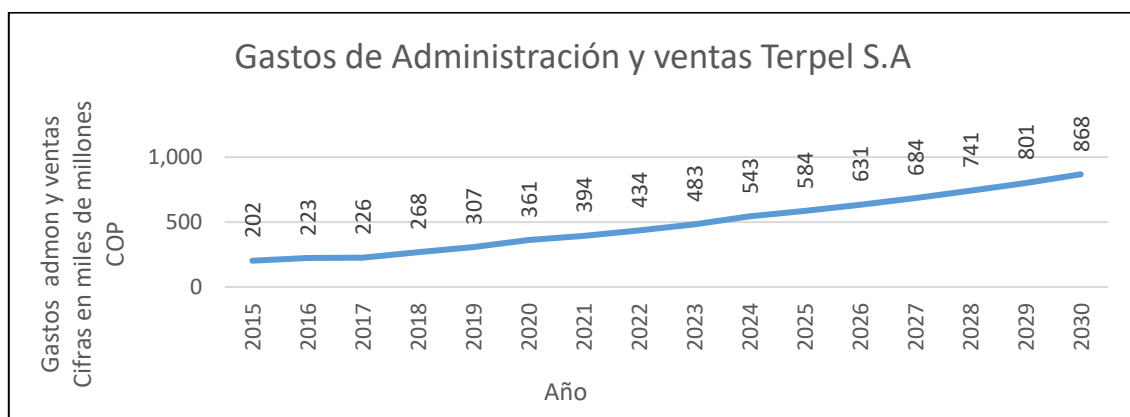


Fuente: elaboración de los autores a partir de Organización Terpel S. A. (s. f.-h).

### Costo de distribución y gastos de administración y ventas

Ambos rubros se proyectan como un porcentaje de los ingresos operacionales. Los costos de distribución se proyectan teniendo en cuenta el promedio de los últimos 4 años y es alrededor del 5,1% de las ventas [Figura 10], mientras que los gastos de administración que representan el 1,4% de las ventas.

Figura 10. La Organización. Gastos de administración y ventas (2015-2030p)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Organización Terpel S. A. (s. f.-h).

## 2) Rubros de inversión

### Inversión en capital

La inversión es uno de los rubros más relevantes para poder sustentar el

crecimiento de la compañía para la cual se proyectó un crecimiento del 5%, apalancado principalmente por la inversión en propiedad, planta y equipo (8%), mientras que para los activos intangibles y otro tipo de activos se debe mantener los niveles de inversión históricos. [Tabla 11].

Tabla 11. La Organización. Inversiones de capital (2021E-2030E)

Cifras en miles de millones COP	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Propiedades, planta y equipo Neto	3,529	3,811	4,116	4,445	4,712	4,994	5,294	5,612	5,948	6,305
Goodwill	338	335	340	333	337	337	337	337	336	337
Otros activos intangibles	1,259	1,262	1,266	1,269	1,272	1,275	1,278	1,281	1,285	1,288
Otros activos de LP	20	20	21	21	22	21	21	21	21	21
<b>Total inversión LP</b>	<b>5,146</b>	<b>5,429</b>	<b>5,743</b>	<b>6,068</b>	<b>6,343</b>	<b>6,627</b>	<b>6,930</b>	<b>7,251</b>	<b>7,590</b>	<b>7,951</b>

Fuente: elaboración de los autores.

### Capital de trabajo neto

La estimación del capital de trabajo neto se realiza tomando como referencia la rotación en días de los diferentes rubros que componen esta inversión:

- Cuentas pendientes por cobrar: en promedio se proyecta una rotación de 13,12 días.
- Inventarios: en promedio se proyecta una rotación de 17,84 días.
- Cuentas pendientes por pagar: en promedio se proyecta una rotación de 19,33 días.

Estas proyecciones se basan en el comportamiento histórico de la Organización, donde se mantendría la buena gestión por parte de la administración al gestionarla en las cuentas pendientes por cobrar y en los niveles de inventario, frente a una mayor cantidad de días en las cuentas por pagar [Tabla 12].

Tabla 12. La Organización. Inversiones de capital de trabajo (2021E-2030E)

Cifras en millones COP	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Efectivo	3,525	3,771	3,358	3,219	2,717	3,540	3,330	4,553	13,149	22,293
Cuentas x cobrar	993,474	1,119,334	1,222,876	1,373,163	1,486,116	1,602,377	1,736,836	1,879,456	2,033,728	2,203,126
Otras cuentas x cobrar	123	133	141	157	141	139	142	144	145	142
Inventarios	1,218,857	1,363,514	1,512,226	1,687,540	1,823,393	1,972,958	2,134,274	2,310,089	2,500,844	2,708,173
Activos por impuestos	94,301	105,085	108,023	100,205	98,117	101,146	102,515	102,001	100,797	100,915
Otros activos no financieros	107,882	106,872	110,557	108,292	107,304	108,181	108,241	108,515	108,107	108,070
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>2,418,163</b>	<b>2,698,709</b>	<b>2,957,181</b>	<b>3,272,575</b>	<b>3,517,788</b>	<b>3,788,342</b>	<b>4,085,339</b>	<b>4,404,758</b>	<b>4,756,769</b>	<b>5,142,718</b>
Beneficios a los empleados	2,901	2,721	2,568	2,205	2,642	2,607	2,549	2,514	2,504	2,563
Cuentas x pagar	1,368,783	1,518,892	1,697,719	1,877,321	2,037,833	2,203,539	2,384,615	2,578,309	2,793,303	3,024,534
Otras cuentas por pagar	272	327	392	359	315	333	345	349	340	337
Pasivos por impuestos	254,160	317,333	397,925	493,745	611,894	762,208	948,894	1,179,160	1,465,855	1,823,664
<b>Capital de Trabajo Neto Op</b>	<b>792,046</b>	<b>859,436</b>	<b>858,576</b>	<b>898,944</b>	<b>865,104</b>	<b>819,655</b>	<b>748,936</b>	<b>644,426</b>	<b>494,767</b>	<b>291,620</b>

Fuente: elaboración de los autores.

## FINANCIACIÓN

### Estructura de capital

**Relación deuda/patrimonio:** se comienza en 2021 con una estructura deuda/patrimonio de 67/33; y para el final del período 2030 se espera 44/56 [Tabla 13].

Tabla 13. La Organización. Estructura de capital (2021E-2030E)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>% D</b>	67%	62%	60%	54%	54%	49%	50%	46%	48%	44%
<b>% E</b>	33%	38%	40%	46%	46%	51%	50%	54%	52%	56%

Fuente: elaboración de los autores.

### Tasa impositiva

Luego de la reforma tributaria del año 2018, se establece una tarifa para el impuesto que tiene un comportamiento decreciente empezando en una tasa del 33% hasta llegar en el año 2022 a mantener un impuesto del 30%. [Tabla 14].

Tabla 14. Tasa impositiva (2021E-2030E)

Impuestos	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
	31%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Fuente: elaboración de los autores.

**FUENTES DE INFORMACIÓN**

- Banco Mundial (2020). *Global Economic Prospects* [e-book, junio]. Washington, D. C.: Banco Mundial. Disponible por descarga en <https://www.bancomundial.org/es/publication/global-economic-prospects>
- Bloomberg (s. f.). Sitio web [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.). Sitio web <http://www.bvc.com.co>
- Colombia, Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales, DIAN (2020). Resolución 000009 [en línea]. Disponible en <https://www.dian.gov.co/normatividad/Normatividad/Resoluci%C3%B3n%20000009%20de%2031-01-2020.pdf>
- Colombia, Presidencia de la República (2020). *Reservas probadas de petróleo en Colombia aumentaron a 6,3 años al cierre de 2019* [en línea, 30 de abril]. Disponible en <https://id.presidencia.gov.co/Paginas/prensa/2020/Reservas-probadas-de-petroleo-en-Colombia-aumentaron-a-6-3-anos-al-cierre-de-2019-200430.aspx#:~:text=De%20acuerdo%20con%20el%20reporte,representa%20un%20aumento%20del%204%25>
- Colombia, Sistema de Información de Petróleo y Gas Colombiano (s. f.). Sitio web <http://www.sipg.gov.co/>
- Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio (2012). *Distribución minorista de combustibles líquidos en Colombia* [en línea]. Disponible en [sic.gov.co/sites/default/files/files/combustibles\\_julio\\_de\\_2014car.pdf](http://sic.gov.co/sites/default/files/files/combustibles_julio_de_2014car.pdf)
- Colombia, Unidad de Planeación Minero Energética, UPME (2019). *Plan indicativo de abastecimiento de combustibles líquidos* [en línea, marzo]. Disponible en [http://www1.upme.gov.co/Hidrocarburos/publicaciones/Plan\\_abastecimiento\\_de\\_combustibles\\_liquidios\\_Final2019.pdf](http://www1.upme.gov.co/Hidrocarburos/publicaciones/Plan_abastecimiento_de_combustibles_liquidios_Final2019.pdf)
- Damodaran, A. (2020). *Betas by sector* [en línea]. Disponible en [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Escudero B., D. C., Mazo E., A. M. y Pena, D. A. (2017). *Organización Terpel S. A.* [Reporte financiero Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad

- EAFIT]. Disponible en [https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11937/DianaCarolina\\_EscuderoBotero\\_AdrianaMaria\\_MazoEcheverri\\_DavidAntonio\\_Pe%C3%B1aHernandez\\_2017.pdf?sequence=2](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11937/DianaCarolina_EscuderoBotero_AdrianaMaria_MazoEcheverri_DavidAntonio_Pe%C3%B1aHernandez_2017.pdf?sequence=2)
- Federación Nacional de Distribuidores de Combustibles y Energéticos, Fendipetróleo (s. f.). Sitio web <https://fendipetroleo.com/>
- Fernández de Castro Zúñiga, S. y Bermúdez Escobar, X. (2015). *Organización Terpel S. A.* [Reporte financiero Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad EAFIT]. Disponible en [https://repository.eafit.edu.co/xmlui/bitstream/handle/10784/8030/Sergio\\_FernandezdeCastro\\_Ximena\\_BermudezEscobar\\_2015.pdf;jsessionid=2B6AF1152D1ADE47E6AA2FC821850221?sequence=2](https://repository.eafit.edu.co/xmlui/bitstream/handle/10784/8030/Sergio_FernandezdeCastro_Ximena_BermudezEscobar_2015.pdf;jsessionid=2B6AF1152D1ADE47E6AA2FC821850221?sequence=2)
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas. Documento de Investigación DI-771.* Comunidad foral de Navarra: Universidad de Navarra, IESE Business School, Centro Internacional de Investigación Financiera (CIIF) [en línea, noviembre]. Disponible en <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Fitch Ratings (2019). *Rating Report. Organización Terpel S. A.* [en línea, 16 de diciembre]. Disponible en <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/organizacion-terpel-sa-16-12-2019>
- IESE Business School, Universidad de Navarra (s. f.). *Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables.* Comunidad foral de Navarra: Universidad de Navarra, IESE Business School [en línea]. Disponible en <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>
- Merco (2020). *Colombia, ranking líderes 2019* [en línea]. Disponible en <https://www.merco.info/co/ranking-merco-lideres>
- Organización Terpel S. A. (2019a). *Presentación corporativa* [en línea, abril]. Disponible en <https://www.terpel.com/Global/pc/presentacion-corporativa-ot-16-04-2019.pdf>
- Organización Terpel S. A. (2019b). *Presentación corporativa. Gerencia de planeación financiera* [en línea, diciembre]. Disponible en

<https://www.terpel.com/Global/Accionistas/presentaciones/presentacion-corporativa-terpel.pdf>

Organización Terpel S. A. (s. f.-a). *2019, un año de disrupción. Informe de gestión 2019* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/Global/informe-de-gestion-final-2019.pdf>

Organización Terpel S. A. (s. f.-b). *Código de buen gobierno corporativo* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/Global/Accionistas/Codigo-de-Buen-Gobierno-Corporativo-Actualizado-articulo-5222.pdf>

Organización Terpel S. A. (s. f.-c). *Histórico de dividendos* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/Documents/dividendos-esp.pdf>

Organización Terpel S. A. (s. f.-d). *Quiénes somos. Más de 50 años de historia* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/en/Quienes-somos/Linea-de-tiempo1/>

Organización Terpel S. A. (s. f.-e). *Estructura corporativa* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/en/Estructura-corporativa/>

Organización Terpel S. A. (s. f.-f). *Sostenibilidad. Informe 2019* [en línea]. Disponible en [https://www.terpel.com/Global/Sostenibilidad/informe\\_sostenibilidad\\_2019.pdf](https://www.terpel.com/Global/Sostenibilidad/informe_sostenibilidad_2019.pdf)

Organización Terpel S. A. (s. f.-g). *Estados financieros consolidados... 2019 y 2018* [en línea]. Disponible en <https://www.terpel.com/Global/eeff-consolidados-ot-dic19.pdf>

Organización Terpel S. A. (s. f.-h). Sitio web <https://www.terpel.com/>

Perú, Banco Central de Reserva del Perú, BCRP (2020). *Cuadros estadísticos. Tasas de interés. 35. Indicadores de riesgo para países emergentes: EMBIG. Diferencial de rendimientos contra bonos del Tesoro de EUA (en puntos básicos)* [en línea]. Disponible por descarga en <https://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/nota-semanal/cuadros-estadisticos.html>

Reptrek (2019). *Terpel* [en línea]. Disponible en <https://colombia.corresponsables.com/organizaciones/terpel>

Soldicom, Fondo de Protección Solidaria (2018). *100 años de historia en el sector de hidrocarburos* [en línea, mayo]. Disponible en [https://fendipetroleo.com/BOLETIN%20NORMATIVO%206\\_fn.pdf](https://fendipetroleo.com/BOLETIN%20NORMATIVO%206_fn.pdf)

Universidad EAFIT, Escuela de Economía y Finanzas (s. f.). *Reportes financieros Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad EAFIT*. Disponible en <https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/Paginas/report.aspx>

Yahoo Finance (s. f.). Sitio web [www.yahoofinance.com](http://www.yahoofinance.com)

ANEXOS

Tabla 12. Balance General Histórico 2015-2019<sup>5</sup>

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
Efectivo y equivalentes al efectivo	287.992	361.873	239.953	398.678	358.058
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	425.930	468.969	511.735	774.744	861.574
Cuentas por cobrar a partes relacionadas y asociadas	284	71	92	61	239
Inventarios	511.185	481.489	638.134	874.764	980.528
Activos por impuestos	26.333	40.381	90.396	147.114	110.641
Otros activos financieros	0	0	500	37.033	433
Otros activos no financieros	78.087	112.935	88.445	121.884	113.232
Activos del grupo clasificados para la venta	0	0	1.394	0	0
<b>Activos Corrientes Totales</b>	<b>1.329.812</b>	<b>1.465.717</b>	<b>1.570.650</b>	<b>2.354.278</b>	<b>2.424.706</b>
Propiedades, planta y equipo Neto	1.676.826	1.825.980	1.845.262	2.198.564	3.025.217
Goodwill	351.313	351.115	309.990	377.578	310.936
Otros activos intangibles	463.168	453.170	503.172	1.303.703	1.252.935
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	39.335	15.832	12.483	12.702	8.990
Activos financieros a largo plazo	13.533	13.749	14.248	15.833	15.085
Activos por impuestos diferidos	18.555	5.787	4.664	5.544	9.534
Otros activos no financieros	307	479	36.730	111.670	76.308
<b>Activos No Corrientes Totales</b>	<b>2.563.036</b>	<b>2.666.112</b>	<b>2.726.548</b>	<b>4.025.593</b>	<b>4.699.006</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b><u>3.892.848</u></b>	<b><u>4.131.829</u></b>	<b><u>4.297.198</u></b>	<b><u>6.379.871</u></b>	<b><u>7.123.712</u></b>
Pasivos financieros	105.512	139.180	323.224	502.561	553.119
Beneficios a los empleados	2.401	3.800	3.484	4.383	19
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	638.513	716.692	738.727	980.616	1.030.211
Cuentas por pagar a partes relacionadas y asociadas	0	0	0	558	577
Pasivos por impuestos	113.302	156.218	177.522	128.522	167.934
<b>Pasivos Corrientes Totales</b>	<b>859.728</b>	<b>1.015.889</b>	<b>1.242.958</b>	<b>1.616.640</b>	<b>1.751.859</b>
Otros pasivos financieros	1.343.134	1.301.911	1.135.226	2.264.432	2.765.699
Pasivo por impuestos diferidos	225.065	226.952	231.329	431.711	425.900
Otras provisiones LP + provisiones por beneficios a los empleados	873	595	1.640	83.403	49.848
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	0	0	8.780	20.552	0
<b>Pasivos No Corrientes Totales</b>	<b>1.569.073</b>	<b>1.529.458</b>	<b>1.376.975</b>	<b>2.800.098</b>	<b>3.241.447</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b><u>2.428.801</u></b>	<b><u>2.545.348</u></b>	<b><u>2.619.932</u></b>	<b><u>4.416.739</u></b>	<b><u>4.993.307</u></b>
Capital emitido	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999
Prima de emisión	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366
Resultado del periodo	105.958	196.516	195.281	133.741	237.920
Ganancias acumuladas	759.549	816.944	919.546	1.020.285	1.091.379
Reservas	155.575	151.160	146.816	142.462	138.099
Otras reservas	27.067	6.494	255	250.744	247.367
Participaciones no controladoras	532	2	3	535	274
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b><u>1.464.047</u></b>	<b><u>1.586.482</u></b>	<b><u>1.677.266</u></b>	<b><u>1.963.132</u></b>	<b><u>2.130.405</u></b>
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS</b>	<b><u>3.892.848</u></b>	<b><u>4.131.829</u></b>	<b><u>4.297.198</u></b>	<b><u>6.379.871</u></b>	<b><u>7.123.712</u></b>

<sup>5</sup> Las Tablas 12 a 18, de esta sección, son elaboración de los autores a partir de indicadores financieros de la Organización.

Tabla 13: Balance General proyectado 2020-2030

	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030
Efectivo y equivalentes al efectivo	323.049	352.534	377.103	335.763	321.858	271.677	353.963	333.039	455.337	1.314.920	2.229.261
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	870.012	993.474	1.119.334	1.222.876	1.373.163	1.486.116	1.602.377	1.736.836	1.879.456	2.033.728	2.203.126
Cuentas por cobrar a partes relacionadas y asociadas	150	123	133	141	157	141	139	142	144	145	142
Inventarios	1.110.983	1.218.857	1.363.514	1.512.226	1.687.540	1.823.393	1.972.958	2.134.274	2.310.089	2.500.844	2.708.173
Activos por impuestos	82.973	94.301	105.085	108.023	100.205	98.117	101.146	102.515	102.001	100.797	100.915
Otros activos financieros	650	97.511	195.021	185.270	203.797	193.607	174.246	165.534	182.087	209.401	276.409
Otros activos no financieros	102.916	107.882	106.872	110.557	108.292	107.304	108.181	108.241	108.515	108.107	108.070
Activos del grupo clasificados para la venta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Activos Corrientes Totales</b>	<b>2.490.734</b>	<b>2.864.682</b>	<b>3.267.062</b>	<b>3.474.856</b>	<b>3.795.012</b>	<b>3.980.356</b>	<b>4.313.011</b>	<b>4.580.582</b>	<b>5.037.630</b>	<b>6.267.941</b>	<b>7.626.095</b>
Propiedades, planta y equipo Neto	3.267.234	3.528.613	3.810.902	4.115.774	4.445.036	4.711.738	4.994.443	5.294.109	5.611.756	5.948.461	6.305.369
Goodwill	340.186	337.961	335.330	340.398	332.962	337.368	336.804	336.572	336.821	336.105	336.734
Otros activos intangibles	1.256.067	1.259.207	1.262.355	1.265.511	1.268.675	1.271.847	1.275.026	1.278.214	1.281.410	1.284.613	1.287.825
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar	17.868	13.575	13.124	13.252	13.362	14.236	13.510	13.497	13.571	13.635	13.690
Activos financieros a largo plazo	14.489	14.681	14.867	14.991	14.823	14.770	14.826	14.855	14.853	14.826	14.826
Activos por impuestos diferidos	8.817	6.869	7.086	7.570	7.975	7.664	7.433	7.546	7.638	7.651	7.586
Otros activos no financieros	93.989	85.149	223.922	386.338	793.338	1.061.709	1.715.919	2.083.221	2.849.355	2.466.288	2.657.821
<b>Activos No Corrientes Totales</b>	<b>4.998.651</b>	<b>5.246.055</b>	<b>5.667.586</b>	<b>6.143.835</b>	<b>6.876.172</b>	<b>7.419.332</b>	<b>8.357.961</b>	<b>9.028.014</b>	<b>10.115.403</b>	<b>10.071.579</b>	<b>10.623.851</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>7.489.385</b>	<b>8.110.737</b>	<b>8.934.648</b>	<b>9.618.692</b>	<b>10.671.183</b>	<b>11.399.688</b>	<b>12.670.972</b>	<b>13.608.596</b>	<b>15.153.033</b>	<b>16.339.520</b>	<b>18.249.946</b>
Pasivos financieros	746.845	645.158	871.120	752.513	1.016.074	861.477	1.141.661	967.955	1.282.770	1.087.594	1.441.320
Beneficios a los empleados	2.817	2.901	2.721	2.568	2.205	2.642	2.607	2.549	2.514	2.504	2.563
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.207.886	1.368.783	1.518.892	1.697.719	1.877.321	2.037.833	2.203.539	2.384.615	2.578.309	2.793.303	3.024.534
Cuentas por pagar a partes relacionadas y asociadas	227	272	327	392	359	315	333	345	349	340	337
Pasivos por impuestos	209.385	254.160	317.333	397.925	493.745	611.894	762.208	948.894	1.179.160	1.465.855	1.823.664
<b>Pasivos Corrientes Totales</b>	<b>2.167.160</b>	<b>2.271.275</b>	<b>2.710.392</b>	<b>2.851.117</b>	<b>3.389.705</b>	<b>3.514.161</b>	<b>4.110.348</b>	<b>4.304.358</b>	<b>5.043.102</b>	<b>5.349.597</b>	<b>6.292.419</b>
Otros pasivos financieros	2.515.066	2.640.383	2.577.724	2.609.053	2.593.389	2.601.221	2.597.305	2.599.263	2.598.284	2.598.774	2.598.529
Pasivo por impuestos diferidos	308.191	324.816	344.389	367.001	354.060	339.692	345.992	350.227	351.394	348.273	347.115
Otras provisiones LP + provisiones beneficios empleados	27.272	32.552	38.943	46.404	39.004	36.835	38.747	39.986	40.195	38.953	38.943
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	5.866	7.040	8.448	8.381	5.947	7.136	7.390	7.461	7.263	7.039	7.258
<b>Pasivos No Corrientes Totales</b>	<b>2.856.396</b>	<b>3.004.790</b>	<b>2.969.504</b>	<b>3.030.840</b>	<b>2.992.399</b>	<b>2.984.884</b>	<b>2.989.434</b>	<b>2.996.937</b>	<b>2.997.136</b>	<b>2.993.039</b>	<b>2.991.846</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>5.023.556</b>	<b>5.276.065</b>	<b>5.679.897</b>	<b>5.881.957</b>	<b>6.382.104</b>	<b>6.499.045</b>	<b>7.099.782</b>	<b>7.301.295</b>	<b>8.040.239</b>	<b>8.342.636</b>	<b>9.284.264</b>
Capital emitido	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999	195.999
Prima de emisión	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366	219.366
Resultado del periodo	333.741	369.739	419.615	482.143	552.284	611.617	670.522	736.115	805.484	884.100	968.796
Ganancias acumuladas	1.329.299	1.663.040	2.032.779	2.452.394	2.934.537	3.486.821	4.098.438	4.768.960	5.505.075	6.310.559	7.194.659
Reservas	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099	138.099
Otras reservas	249.056	248.211	248.634	248.422	248.528	248.475	248.502	248.488	248.495	248.492	248.493
Participaciones no controladoras	269	217	260	311	266	265	264	273	276	269	269
<b>PATRIMONIO TOTAL</b>	<b>2.465.830</b>	<b>2.834.672</b>	<b>3.254.752</b>	<b>3.736.735</b>	<b>4.289.079</b>	<b>4.900.642</b>	<b>5.571.190</b>	<b>6.307.301</b>	<b>7.112.794</b>	<b>7.996.884</b>	<b>8.965.682</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS</b>	<b>7.489.385</b>	<b>8.110.737</b>	<b>8.934.648</b>	<b>9.618.692</b>	<b>10.671.183</b>	<b>11.399.688</b>	<b>12.670.972</b>	<b>13.608.596</b>	<b>15.153.033</b>	<b>16.339.520</b>	<b>18.249.946</b>

Tabla 14. Estado de resultados histórico

	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019
<b>OPERACIONES CONTINUADAS</b>					
Ingresos de actividades ordinarias	14.235.502	14.431.614	15.346.837	19.065.573	22.450.899
Costo de ventas	-13.024.105	-13.000.602	-13.821.862	-17.370.774	-20.393.199
<b>Ganancia bruta</b>	<b><u>1.211.398</u></b>	<b><u>1.431.012</u></b>	<b><u>1.524.975</u></b>	<b><u>1.694.799</u></b>	<b><u>2.057.700</u></b>
Otros ingresos	23.556	33.324	28.440	118.969	81.071
Costos de distribución	-695.848	-741.044	-817.703	-968.796	-1.154.101
Gastos de administración y venta	-201.897	-222.658	-226.420	-268.274	-307.419
Otros gastos	-60.021	-56.913	-68.249	-187.076	-93.325
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b><u>277.188</u></b>	<b><u>443.720</u></b>	<b><u>441.042</u></b>	<b><u>389.623</u></b>	<b><u>583.926</u></b>
Ingresos financieros	16.131	7.110	15.522	11.505	8.335
Costos financieros	-87.129	-129.817	-113.537	-196.981	-233.063
Participación ganancias negocios conjuntos	1.576	2.073	2.383	2.536	2.969
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos</b>	<b><u>207.765</u></b>	<b><u>323.087</u></b>	<b><u>345.411</u></b>	<b><u>206.683</u></b>	<b><u>362.168</u></b>
Gasto por impuestos	-101.745	-126.571	-150.129	-72.942	-124.250
<b>Ganancia neta del período</b>	<b><u>106.021</u></b>	<b><u>196.516</u></b>	<b><u>195.281</u></b>	<b><u>133.741</u></b>	<b><u>237.918</u></b>
<b>Acciones en circulación</b>	<b>195.999.470</b>	<b>195.999.470</b>	<b>195.999.470</b>	<b>195.999.470</b>	<b>195.999.470</b>
<b>Utilidad básica y diluida por acción</b>	<b>541</b>	<b>1.003</b>	<b>996</b>	<b>682</b>	<b>1.214</b>

Tabla 25. Estado de resultados proyectado

	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030
<b>OPERACIONES CONTINUADAS</b>											
Ingresos de actividades ordinarias	24.889.847	27.626.156	30.725.113	34.175.572	38.082.018	41.177.760	44.539.164	48.189.611	52.154.567	56.463.797	61.143.449
Costo de ventas	-22.571.883	-25.053.362	-27.863.717	-30.992.838	-34.535.481	-37.342.921	-40.391.280	-43.701.765	-47.297.470	-51.205.385	-55.449.226
<b>Ganancia bruta</b>	<b><u>2.317.964</u></b>	<b><u>2.572.794</u></b>	<b><u>2.861.396</u></b>	<b><u>3.182.734</u></b>	<b><u>3.546.537</u></b>	<b><u>3.834.840</u></b>	<b><u>4.147.884</u></b>	<b><u>4.487.846</u></b>	<b><u>4.857.098</u></b>	<b><u>5.258.412</u></b>	<b><u>5.694.223</u></b>
Otros ingresos	57.072	63.775	69.865	78.151	69.987	67.770	69.910	71.136	71.391	70.039	70.049
Costos de distribución	-1.271.406	-1.426.376	-1.588.550	-1.753.451	-1.958.575	-2.121.385	-2.293.292	-2.478.689	-2.684.313	-2.906.639	-3.146.929
Gastos de administración y venta	-360.567	-393.701	-434.004	-483.207	-542.687	-584.373	-631.413	-683.780	-740.698	-801.213	-867.592
Otros gastos	-93.117	-99.736	-108.301	-116.311	-102.158	-103.925	-106.086	-107.356	-107.167	-105.338	-105.974
<b>Ganancia por actividades de operación</b>	<b><u>649.946</u></b>	<b><u>716.756</u></b>	<b><u>800.406</u></b>	<b><u>907.915</u></b>	<b><u>1.013.103</u></b>	<b><u>1.092.927</u></b>	<b><u>1.187.002</u></b>	<b><u>1.289.157</u></b>	<b><u>1.396.310</u></b>	<b><u>1.515.261</u></b>	<b><u>1.643.777</u></b>
Ingresos financieros	11.721	10.839	11.584	10.797	10.655	11.119	10.999	11.031	10.920	10.945	11.003
Costos financieros	-152.105	-165.101	-172.157	-183.881	-181.261	-170.901	-174.660	-176.572	-177.455	-176.170	-175.152
Participación ganancias negocios conjuntos	2.307	2.454	2.530	2.559	2.564	2.483	2.518	2.531	2.531	2.525	2.518
<b>Ganancia (pérdida) antes de impuestos</b>	<b><u>511.869</u></b>	<b><u>564.948</u></b>	<b><u>642.363</u></b>	<b><u>737.390</u></b>	<b><u>845.061</u></b>	<b><u>935.628</u></b>	<b><u>1.025.858</u></b>	<b><u>1.126.146</u></b>	<b><u>1.232.306</u></b>	<b><u>1.352.560</u></b>	<b><u>1.482.145</u></b>
Gasto por impuestos	-178.128	-195.209	-222.748	-255.247	-292.777	-324.011	-355.337	-390.031	-426.822	-468.460	-513.349
<b>Ganancia neta del período</b>	<b><u>333.741</u></b>	<b><u>369.739</u></b>	<b><u>419.615</u></b>	<b><u>482.143</u></b>	<b><u>552.284</u></b>	<b><u>611.617</u></b>	<b><u>670.522</u></b>	<b><u>736.115</u></b>	<b><u>805.484</u></b>	<b><u>884.100</u></b>	<b><u>968.796</u></b>
Acciones en circulación	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470	195.999.470
<b>Utilidad básica y diluida por acción</b>	<b>1.703</b>	<b>1.886</b>	<b>2.141</b>	<b>2.460</b>	<b>2.818</b>	<b>3.121</b>	<b>3.421</b>	<b>3.756</b>	<b>4.110</b>	<b>4.511</b>	<b>4.943</b>

Tabla 3. Estado de efectivo histórico

	2.016	2.017	2.018	2.019
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>				
Ganancia neta del período	196.516	195.281	133.741	237.918
Cambios en cobros por actividades de operación	-19.322	-39.438	-263.197	-83.296
Cambios en pagos por actividades de operación	79.299	31.544	336.881	-8.857
Cambios en inventarios	29.696	-156.645	-236.630	-105.764
Pago de impuestos, gravámenes y tasas	43.523	-23.211	93.784	66.083
<b>Flujos de efectivo netos actividades de operación</b>	<b><u>329.713</u></b>	<b><u>7.531</u></b>	<b><u>64.579</u></b>	<b><u>106.083</u></b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>				
Compras de propiedades, planta y equipo	-149.155	-19.281	-353.302	-826.653
Cambios en propiedades de inversión y activos intangibles	10.196	-8.877	-868.119	117.410
Cambios en inversiones	0	-500	-36.533	36.600
Cambios en otras cuentas de inversión	-35.236	-13.654	-108.569	44.760
<b>Flujos de efectivo netos actividades de inversión</b>	<b><u>-174.195</u></b>	<b><u>-42.312</u></b>	<b><u>-1.366.523</u></b>	<b><u>-627.884</u></b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>				
Incrementos obligaciones financieras	-7.555	17.359	1.308.544	551.825
Cambios en reservas y otros	-25.518	-10.583	246.667	-7.999
Cambios en resultados integrales (capital y utilidades)	-48.563	-93.914	-94.542	-62.647
<b>Flujos de efectivo neto actividades de financiación</b>	<b><u>-81.637</u></b>	<b><u>-87.138</u></b>	<b><u>1.460.669</u></b>	<b><u>481.178</u></b>
<b>Cambio neto de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b><u>73.881</u></b>	<b><u>-121.919</u></b>	<b><u>158.725</u></b>	<b><u>-40.622</u></b>
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	287.992	361.873	239.953	398.678
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período</b>	<b><u>361.873</u></b>	<b><u>239.953</u></b>	<b><u>398.678</u></b>	<b><u>358.058</u></b>

Tabla 17. Estado de efectivo proyectado

	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030
<b>ACTIVIDADES DE OPERACIÓN</b>											
Ganancia neta del período	333.741	369.739	419.615	482.143	552.284	611.617	670.522	736.115	805.484	884.100	968.796
Cambios en cobros por actividades de operación	-17.227	-119.141	-125.419	-103.678	-150.413	-113.811	-115.533	-134.449	-142.696	-154.337	-169.450
Cambios en pagos por actividades de operación	163.414	167.479	157.783	186.133	169.372	159.926	167.855	182.339	193.674	213.510	231.495
Cambios en inventarios	-130.455	-107.874	-144.657	-148.713	-175.313	-135.854	-149.565	-161.316	-175.815	-190.755	-207.329
Pago de impuestos, gravámenes y tasas	-47.872	52.020	71.745	99.783	90.291	106.180	153.816	189.439	231.855	284.764	356.598
<b>Flujos de efectivo netos actividades de operación</b>	<b><u>301.602</u></b>	<b><u>362.222</u></b>	<b><u>379.067</u></b>	<b><u>515.669</u></b>	<b><u>486.221</u></b>	<b><u>628.058</u></b>	<b><u>727.095</u></b>	<b><u>812.130</u></b>	<b><u>912.502</u></b>	<b><u>1.037.282</u></b>	<b><u>1.180.111</u></b>
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>											
Compras de propiedades, planta y equipo	-242.017	-261.379	-282.289	-304.872	-329.262	-266.702	-282.704	-299.667	-317.647	-336.705	-356.908
Cambios en propiedades de inversión y activos intangibles	-32.383	-915	-517	-8.224	4.272	-7.577	-2.616	-2.956	-3.444	-2.488	-3.840
Cambios en inversiones	-217	-96.860	-97.511	9.751	-18.527	10.190	19.361	8.712	-16.553	-27.313	-67.008
Cambios en otras cuentas de inversión	-6.769	3.683	-137.949	-166.226	-404.566	-267.330	-655.144	-367.391	-766.405	383.503	-191.497
<b>Flujos de efectivo netos actividades de inversión</b>	<b><u>-281.386</u></b>	<b><u>-355.471</u></b>	<b><u>-518.266</u></b>	<b><u>-469.571</u></b>	<b><u>-748.083</u></b>	<b><u>-531.419</u></b>	<b><u>-921.103</u></b>	<b><u>-661.301</u></b>	<b><u>-1.104.049</u></b>	<b><u>16.996</u></b>	<b><u>-619.253</u></b>
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN</b>											
Incrementos obligaciones financieras	-56.908	23.630	163.303	-87.278	247.897	-146.765	276.268	-171.748	313.836	-194.686	353.481
Cambios en reservas y otros	1.683	-897	465	-160	61	-54	25	-4	9	-10	2
Cambios en resultados integrales (capital y utilidades)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Flujos de efectivo neto actividades de financiación</b>	<b><u>-55.225</u></b>	<b><u>22.734</u></b>	<b><u>163.768</u></b>	<b><u>-87.437</u></b>	<b><u>247.957</u></b>	<b><u>-146.820</u></b>	<b><u>276.293</u></b>	<b><u>-171.751</u></b>	<b><u>313.845</u></b>	<b><u>-194.697</u></b>	<b><u>353.483</u></b>
<b>Cambio neto de efectivo y equivalentes al efectivo</b>	<b><u>-35.009</u></b>	<b><u>29.485</u></b>	<b><u>24.568</u></b>	<b><u>-41.340</u></b>	<b><u>-13.905</u></b>	<b><u>-50.181</u></b>	<b><u>82.285</u></b>	<b><u>-20.923</u></b>	<b><u>122.298</u></b>	<b><u>859.582</u></b>	<b><u>914.342</u></b>
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	358.058	323.049	352.534	377.103	335.763	321.858	271.677	353.963	333.039	455.337	1.314.920
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período</b>	<b><u>323.049</u></b>	<b><u>352.534</u></b>	<b><u>377.103</u></b>	<b><u>335.763</u></b>	<b><u>321.858</u></b>	<b><u>271.677</u></b>	<b><u>353.963</u></b>	<b><u>333.039</u></b>	<b><u>455.337</u></b>	<b><u>1.314.920</u></b>	<b><u>2.229.261</u></b>

Tabla 18. Valoración

	<b>2.021</b>	<b>2.022</b>	<b>2.023</b>	<b>2.024</b>	<b>2.025</b>	<b>2.026</b>	<b>2.027</b>	<b>2.028</b>	<b>2.029</b>	<b>2.030</b>
Flujo de Caja Libre	170.943	172.892	280.792	296.234	473.442	536.934	610.665	695.936	800.837	916.855
Valor Terminal										<b>8.494.969</b>
Tasa de descuento	12,27%	12,49%	12,56%	12,70%	12,71%	12,83%	12,80%	12,91%	12,86%	12,95%

Tabla 19: Valor de la empresa

<b>Valor Operativo de la Empresa (VOE)</b>	<b><u>4.849.762</u></b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	319.819
Otros activos financieros	650
Activos del grupo de disposición clasificados como mantenidos para la venta	0
Activos financieros a largo plazo	14.489
Otros activos no financieros	93.989
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas	0
Pasivos financieros	746.845
Otros pasivos financieros	2.515.066
Pasivo por impuestos diferidos	308.191
Otras provisiones LP + provisiones por beneficios a los empleados	27.272
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	5.866
<b>Valor Total de la Empresa</b>	<b><u>1.675.469</u></b>
Número de Acciones	195.999.470
<b>Valor de la Acción</b>	<b><u>8.548</u></b>



## 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

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585