

PROMIGAS S.A. E.S.P.

BVC: PROMIGAS

Cobertura continua

Fecha de valoración: 31 de agosto de 2018

Recomendación: vender

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: \$7.040

Valor del COLCAP: 1.542,77

Precio objetivo en los próximos 12 meses: \$5.615

El valor potencial de Promigas proviene de sectores regulados con ingresos estables y predecibles, sobre los cuales no se espera crecimientos significativos durante los próximos 6 años. El precio de mercado de la acción se encuentra sobrevalorado en un 25,37% respecto de su precio justo por factores no fundamentales, que se explican por la intención de venta anunciada de la participación accionaria del Grupo de Energía de Bogotá, lo cual incrementó el interés del mercado por la acción.

Por su parte, las expectativas de crecimiento de la demanda de gas natural en Colombia se encuentran limitadas, lo que representa un reto para la administración en un escenario de consolidación económica y presiones inflacionarias sobre el componente de regulados.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA	1.233.953	1.351.378	1.410.078	1.463.960	1.511.545	1.587.753
WACC	9,23%	8,80%	9,06%	9,01%	9,04%	9,05%
FCL	130.548	703.834	790.060	760.813	808.044	823.643
ROA	7,52%	8,20%	8,23%	8,28%	8,12%	8,11%
ROE	24,44%	26,77%	27,12%	27,89%	28,30%	29,25%
ROIC	8,41%	8,94%	8,95%	9,68%	9,49%	9,51%
Margen EBITDA	31,26%	32,97%	33,29%	33,48%	33,57%	34,20%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: 7.989.300.000.

Acciones en circulación: 1.134.848.043

Volumen promedio diario del último año: \$486.416.168

Bursatilidad: alta. Participación índice: 1,256% canasta informativa III trimestre 2018

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Beta: 0,36.

Rango en el último año: \$COP 5.823,93 - 8.726,18

Apreciación global de la compañía

Localización: calle 66 N.º 67-123 Barranquilla, Colombia

Industria: Servicios Públicos - Gas Natural

Descripción: compañía colombiana de servicios públicos que opera principalmente en Colombia y Perú

Productos y servicios: transporte y distribución de gas natural, comercialización de energía eléctrica, soluciones integradas para la industria de energía eléctrica y financiación no bancaria.

Sitio web de la compañía: www.promigas.com

Analistas:

Jorge León González Escobar

Felipe Maestre Carmona

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

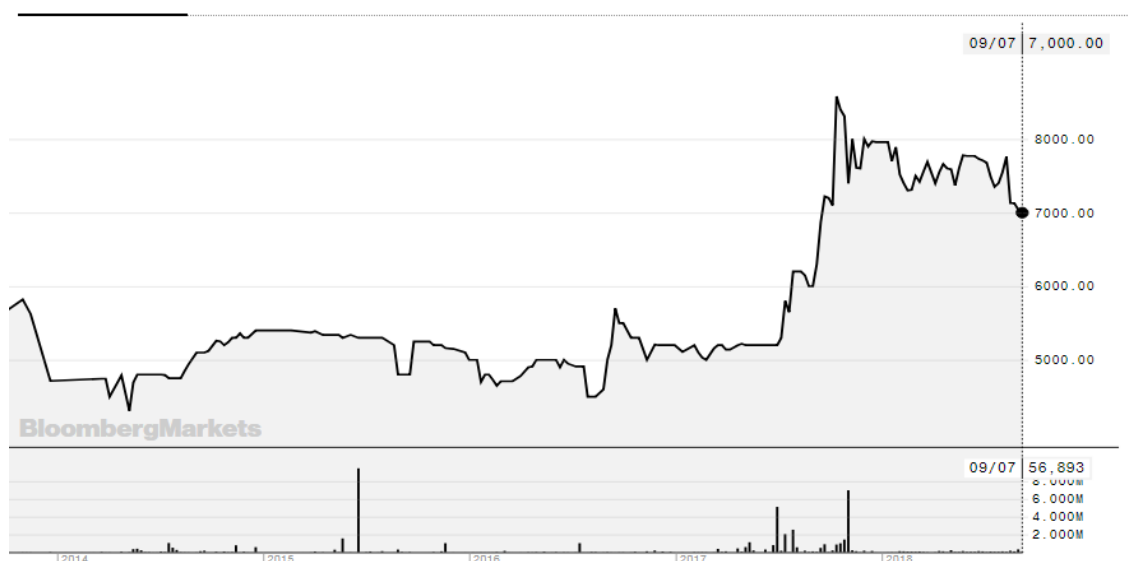


Figura 1. Desempeño de la acción. Fuente: Bloomberg (2018).

En lo corrido del año, la acción de Promigas S.A. E.S.P. alcanzó un precio máximo de \$7.960 el 9 de enero y corrigió hasta \$7.040 el 31 de agosto, lo que representa un rendimiento nominal negativo del 13,06%. En contraste, el índice COLCAP alcanzó un valor máximo de 1.598,40 por unidad el 29 de enero y descendió hasta niveles de 1.542,77 por unidad el 31 de agosto, lo que representa un rendimiento nominal negativo del 3,60%.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Promigas S.A. E.S.P., en adelante Promigas, es una empresa colombiana del sector gas natural cuya acción ordinaria se encuentra alejada de su valor fundamental, lo cual, sumado al contexto macroeconómico y sectorial, sugiere una disminución potencial del 25% en su precio en los próximos 12 meses. Lo anterior se complementa con las estimaciones de demanda de gas natural en Colombia, sector ampliamente regulado por agencias gubernamentales (como la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) y la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), adscritas al Ministerio de Minas y Energía). Por lo anterior, la recomendación sobre la acción es VENDER.

A pesar del aumento en la demanda de gas natural que se proyecta entre 2016 y 2031, por el orden de 1,71% anual (Unidad de Planeación Minero Energética, 2017a), Promigas espera aumentar sus ingresos por encima de dicha tasa gracias a importantes inversiones de CAPEX por COP \$2,3bn que se prevé realizar entre los años 2017 y 2021 ("Fitch Affirms Promigas S.A. E.S.P. at 'BBB-'; Outlook Stable", 2017).

Por último, la compañía presenta una sólida posición de negocio dado que es uno de los principales jugadores del sector (además de operar en un oligopolio natural), con la capacidad tanto técnica como financiera para fortalecer su participación en los mercados en los que opera, tanto a nivel local como en la región LatAm. Es importante mencionar que Fitch Ratings le asigna una calificación AAA(col) en el largo plazo y F+(col) en el corto plazo, en cuanto a riesgo de crédito se refiere.

TESIS DE INVERSIÓN

La perspectiva de crecimiento de los ingresos de la compañía se espera en el orden del 3,5% anual en promedio para los próximos cinco años. El incremento se explica por la ampliación en la cobertura, más no por el incremento en la demanda (Unidad de Planeación Minero Energética, 2017b). Gracias al plan de inversiones de capital mencionado, junto con la expectativa de incremento en las ventas netas, se espera generar flujos de caja libre suficientes para atender el servicio de la deuda durante el periodo explícito de proyección. En este orden de ideas, se espera que el indicador EBITDA/Gastos Financieros crezca desde 4,82x en el 2018 hasta 5,31x en el 2023, principalmente por la capitalización de intereses y la generación estable de EBITDA. No obstante lo anterior, los flujos de caja libre proyectados no serían suficientes para cubrir la política de dividendos de la compañía, que había sido extensiva en este aspecto durante el periodo histórico de análisis (2014-2017). Así mismo, las inversiones de capital continuarían siendo financiadas mediante deuda financiera, por lo cual se espera que el indicador Deuda/EBITDA disminuya levemente hasta 4,12x en promedio durante el periodo de proyección respecto a 4,37x que se ubicaba en el último año del periodo histórico (2017). Lo anterior, explicado por un Margen EBITDA que se incrementaría desde 30,54% en el 2017 hasta 33,13% en

promedio durante los años de proyección. En conclusión, no se espera una afectación en las fuentes de financiación de la compañía, teniendo en cuenta que su capacidad de pago permanecería intacta.

Las inversiones en activos fijos estarían enfocadas principalmente en aumentar la capacidad de transporte y distribución, al extender su red de gasoductos y llegar a otras poblaciones del país y países aledaños. Entre los principales proyectos, aparte de los recientemente entregados en operación como la planta de Gas Natural

Licuado (GNL) y operado por la Sociedad Portuaria El Cayao (SPEC) con una capacidad de 400 Mcpd, está la expansión de la red en la región Caribe, con la que se pretende aumentar la capacidad de transporte, junto con la llegada a siete nuevas poblaciones al norte de Perú para suministrar el servicio de gas natural.

Dado que el mercado en el que opera Promigas es altamente regulado y presenta barreras de entrada para nuevos competidores, el flujo de caja operativo esperado es predecible. Así mismo, la demanda de gas natural se considera inelástica, ya que no cuenta con sustitutos perfectos y es necesario para la operación de sectores como el termoeléctrico, industrial, servicios públicos de uso doméstico y vehicular.

VALORACIÓN

Promigas se valoró mediante el método de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD). Dicho método se fundamenta en calcular el valor de la compañía de acuerdo con la capacidad de generación de flujo de caja libre y su potencial de crecimiento en el largo plazo. Esta estimación, en términos generales, se obtiene descontando los flujos de caja libre futuros a una tasa de descuento consecuente con el nivel de riesgo en el que la compañía desarrolla su actividad económica a nivel micro y macro. Los flujos futuros se descuentan a la tasa definida para cada uno de los años de proyección, que se denomina Costo de Capital Promedio Ponderado o WACC (por sus siglas en inglés) (se utiliza un Rolling WACC) y se obtiene a partir del cálculo del costo del capital (K_e) y el costo de la deuda (K_d) en función de la estructura de capital dinámica y los supuestos de proyección. Lo anterior, según el modelo de valoración de activos financieros (CAPM). Con los flujos descontados se

obtiene el valor presente neto de la operación y, en última medida, el valor de la empresa.

El valor estimado es sensible a las variaciones que puedan tener las variables que componen el método de valoración: costo de capital, costo de la deuda, tasa de crecimiento a perpetuidad, flujo de caja normalizado, entre otros.

Tabla 1.**Valoración**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Proyecciones					Periodo Terminal
FCL Operativo	130.548	703.834	790.060	760.813	808.044	823.643
Valor Continuidad						12.478.273
Gradiente de crecimiento largo plazo FCLO (G)						2,5%
Rolling WACC	9,23%	8,80%	9,06%	9,01%	9,04%	9,05%
Factor de Descuento WACC	1,09	1,18	1,30	1,41	1,54	1,68
(=) VP FCL Anual	119.520	594.615	609.034	538.861	524.180	489.738
Valor presente Flujo de Caja Libre	2.875.948	27,93%				
Valor presente continuidad	7.419.577	72,07%				
= Valor de la Empresa	11.070.480					
- Deuda Financiera Neta (D)	4.698.494					
= Valor del Patrimonio por FCL (E)	6.371.987					
/ Acciones en Circulación	1.135					
= Valor por Acción	5.615					

Fuente: elaboración propia.

Tabla 2.**WACC**

Medidas Ke y Kd	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	Periodo Histórico	Proyecciones					Periodo Terminal
Deuda / Patrimonio	37,09%	37,43%	37,88%	38,55%	38,98%	40,19%	41,40%
Deuda / Patrimonio+Deuda	27,05%	27,24%	27,47%	27,83%	28,05%	28,67%	29,28%
Rentabilidad del Activo	6,50%	6,58%	6,32%	6,59%	6,62%	6,67%	6,70%
Rentabilidad de la Deuda (con Beneficio Tributario)	5,88%	5,06%	4,93%	5,29%	5,22%	5,22%	5,22%
Rentabilidad del Patrimonio	6,74%	7,14%	6,84%	7,09%	7,16%	7,25%	7,31%
WACC sin beneficio	10,47%	9,91%	9,46%	9,63%	9,58%	9,62%	9,65%
WACC con beneficio	9,69%	9,23%	8,80%	9,06%	9,01%	9,04%	9,05%

Fuente: elaboración propia.

Múltiplos

Al analizar los múltiplos comparables con otras empresas del sector, y como referente para una valoración estática, la acción de Promigas no se consideraría alejada de su valor fundamental. Sin embargo, la mayoría de estas empresas desarrollan su actividad económica en países cuyas métricas de riesgo no son

comparables. Por su parte, dadas las condiciones y barreras de entrada en este tipo de industria, las empresas comparables son limitadas.

Tabla 3.

Valoración por múltiplos

Comparable	País	Precio Base	P/S	P/E	P/B	EV/EBITDA
Promigas S.A. E.S.P.	Colombia	7.760,00	2,34	13,88	3,24	9,62
Gas Natural S.A. E.S.P.	Colombia	73.800,00	1,10	12,65	5,40	7,44
Chesapeake Utilities Corporation	EEUU	83,70	2,02	20,89	2,72	12,69
New Jersey Resources Corporation	EEUU	45,15	1,42	18,64	2,76	13,67
Northwest Natural Gas Company	EEUU	63,50	2,53	28,41	2,39	9,93
South Jersey Industries	EEUU	32,54	2,12	20,77	2,15	15,35
Southwest Gas Holdings Incorporated	EEUU	76,65	1,37	18,03	1,96	9,89
Vectren Corporation	EEUU	71,22	2,20	28,26	3,18	13,10
WGL Holdings Incorporated	EEUU	88,74	1,89	16,05	2,76	14,49
Mínimo			1,10	12,65	1,96	7,44
Promedio			1,79	20,42	3,02	11,60
Máximo			2,53	28,41	5,40	14,49

Fuente: Bloomberg (2018).

Tabla 4.

Valoración por P/S

	Minimo	Promedio	Máximo
Ventas Netas por Acción	3.319	3.319	3.319
P/S Comparables	1,10	1,79	2,53
Valor Promigas por P/S	3.651	5.941	8.397

Fuente: elaboración propia.

Tabla 5.

Valoración por P/E

	Minimo	Promedio	Máximo
Ventas Netas por Acción	559	559	559
P/E Comparables	12,65	20,42	28,41
Valor Promigas por P/E	7.071	11.414	15.881

Fuente: elaboración propia.

Tabla 6.

Valoración por P/B

	Minimo	Promedio	Máximo
Ventas Netas por Acción	2.393	2.393	2.393
P/S Comparables	1,96	3,02	5,40
Valor Promigas por P/B	4.689	7.236	12.920

Fuente: elaboración propia.

Tabla 7.

Valoración por EV/EBITDA

	Minimo	Promedio	Máximo
EBITDA Promigas	1.150.291	1.150.291	1.150.291
Valor de la Empresa Promigas	8.558.168	13.345.023	16.667.722
Valor Deuda Financiera Neta Promigas	4.698.494	4.698.494	4.698.494
Valor del Patrimonio Promigas	3.859.674	8.646.530	11.969.229
Acciones en Circulación Promigas	1.135	1.135	1.135
EV/EBITDA Comparables	7,44	11,60	14,49
Valor Promigas por EV/EBITDA	3.401	7.619	10.547

Fuente: elaboración propia.

Análisis de sensibilidad

Para complementar el cálculo del precio objetivo, se realizó un análisis de sensibilidad que permite visualizar un rango de precios en el cual podría oscilar la acción de Promigas. En primera medida, las variables seleccionadas para este análisis fueron la tasa de crecimiento a perpetuidad (G) y el WACC. La tasa de crecimiento a perpetuidad es relevante porque a partir de esta se calcula el valor presente neto de los flujos para el periodo implícito o terminal, cuya medida responde por el 72,07% del valor total en el caso de Promigas. Por su parte, el WACC resulta de gran importancia porque las métricas de riesgo bajo las cuales la compañía desarrolla su actividad económica podrían cambiar inesperadamente, afectando el valor presente neto de los flujos proyectados tanto para el periodo explícito como el implícito.

Tabla 8.

Análisis de sensibilidad del valor de la acción

		G					
		1%	1,50%	2%	2,50%	3%	3,50%
WACC	7,55%	6.116	6.732	7.460	8.331	9.393	10.719
	8,05%	5.428	5.945	6.547	7.257	8.109	9.147
	8,55%	4.835	5.273	5.778	6.366	7.061	7.893
	9,05%	4.320	4.695	5.123	5.615	6.191	6.870
	9,55%	3.868	4.191	4.558	4.976	5.458	6.020
	10,05%	3.469	3.750	4.066	4.425	4.834	5.305
	10,55%	3.114	3.361	3.636	3.945	4.295	4.695

Fuente: elaboración propia.

En segunda medida, se realizó una regresión lineal múltiple tomando las variables explicativas del Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) y asumiendo cada una sigue una distribución normal: CAPEX, NOPAT, KTNO, WACC, deuda financiera neta, tasa de crecimiento a perpetuidad, inversiones temporales y activos no operativos. Se presentan los coeficientes estimados de la regresión en la siguiente gráfica:

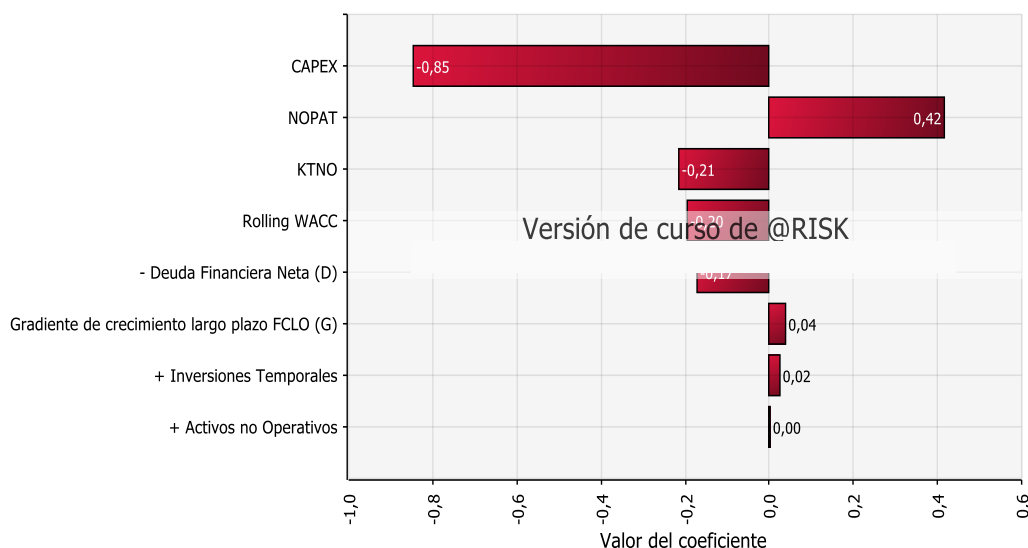


Figura 2. Regresión lineal múltiple. Fuente: elaboración propia con la herramienta @Risk.

En conclusión, a nivel del CAPEX, por cada incremento de \$1.000.000 COP el valor de la operación disminuye en \$850.000 COP, asumiendo las demás variables permanecen constantes. Por su parte, por cada incremento de \$1.000.000 COP en

el NOPAT el valor de la operación aumenta en \$420.000 COP, asumiendo las demás variables permanecen constantes.

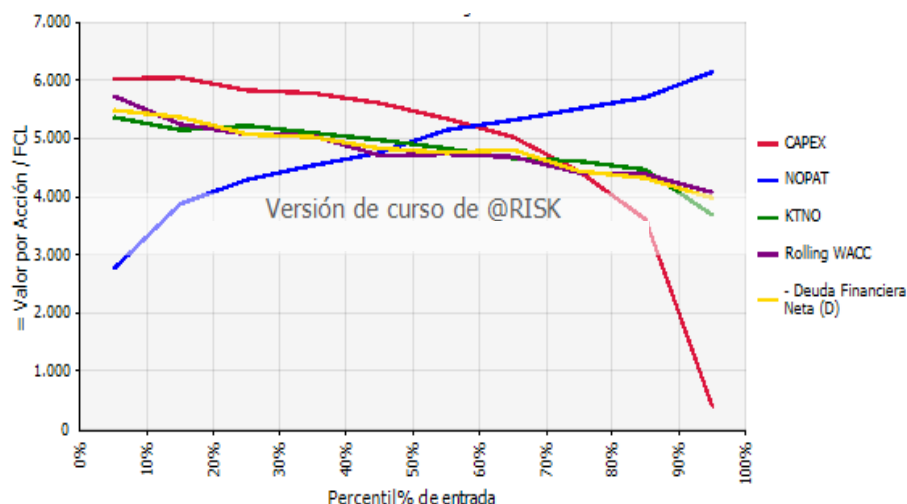


Figura 3. Precio de la acción para cambios en las variables explicativas. Fuente: elaboración propia con la herramienta @Risk.

En la figura que precede, se evidencia la sensibilidad de las variables del modelo respecto del valor de la operación. Se concluye que el CAPEX es la variable que potencialmente destruye mayor valor en la medida que se aleja de su media (percentil 50%), pudiendo inclusive ocasionar que el valor de la operación tendiese a cero en el último decil. En contraste, se concluye que el NOPAT es la variable que potencialmente genera mayor valor, pudiendo ocasionar que el precio objetivo de la acción tendiese a superar los \$6.000 pesos en el último decil. Las siguientes variables más sensibles del modelo son en su orden: KTNO, WACC y Deuda Financiera Neta.

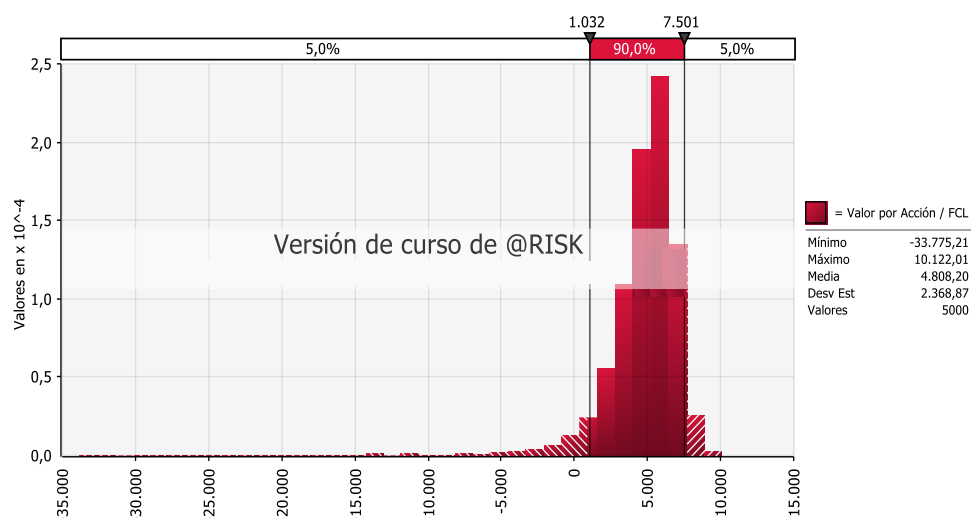


Figura 4. Simulación rango de precio de la acción. Fuente: elaboración propia con la herramienta @Risk.

De acuerdo con la distribución de probabilidad del precio de la acción, se concluye que el precio promedio que podría tomar la acción de Promigas en un periodo de 12 meses sería de \$4.808 pesos, con posibles valores mínimos y máximos de \$2.440 y \$7.176 para una desviación estándar.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El gas natural es la segunda mayor fuente de consumo de la canasta energética en Colombia (alrededor de una cuarta parte), combustible que viene ganando participación en los últimos años.

Tabla 9.

Consumo energético en Colombia

Fuentes de energía	2012	2013	2014	2015	2016
Petróleo	17	15	13	13	14
Gas Natural	9	10	10	10	10
Hidroelectricidad	5	4	4	5	6
Carbon Mineral	6	6	6	6	5
Otros	4	4	5	5	5
Total	41	39	38	39	40

Fuente: Balance Energético colombiano 2015 -UPME-, BP Statistical Review of World Energy 2017.

Desde el año 2012 al año 2016, el gas natural ha sido la fuente energética que mayor participación ha ganado, pasando del 22% al 25%, lo que corresponde a 10 Mtep (millones de toneladas equivalentes de petróleo) de los 40 Mtep totales consumidos en el año 2016.

El sector de gas natural se compone por cuatro categorías de empresas, que a su vez están agrupadas según la etapa del proceso de la cadena de valor en la que desarrollan su actividad económica. Dichas categorías son las de producción, transporte, distribución y comercialización.

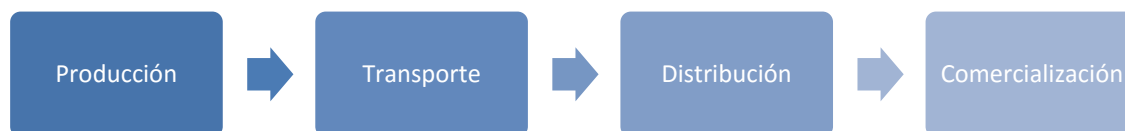


Figura 5. Cadena de valor. Fuente: elaboración propia.

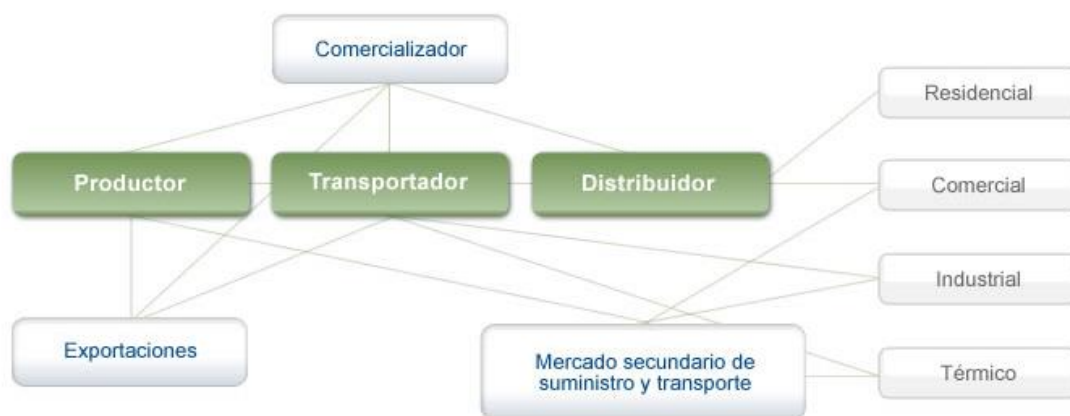


Figura 6. Nueva estructura de la industria. Fuente: elaboración propia.

En la primera etapa, la de producción, se encuentran las empresas que realizan actividades para la obtención del gas natural que es extraído de los yacimientos. El gas natural puede ser extraído en su forma pura o combinada con petróleo.

El segundo grupo de empresas del sector, lo conforman las empresas transportadoras. Dicha actividad gira en torno al transporte del gas por medio de

gasoductos que conectan los centros de producción de gas con los centros de consumo. El país cuenta con aproximadamente 7.500 km de gasoductos conformados por dos subsistemas: el de la costa Atlántica y el del interior del país. El primero, es de propiedad de Promigas y es operado por ella misma; mientras que el del interior pertenece a un grupo de empresas (entre ellas Promigas) y es operado por el conjunto de ellas.

Tabla 10.

Gas transportado – Mpcd

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Interior del País	557	597	668	700	677
Colnogas	3	5	5	5	6
Progasur	17	17	19	19	20
Promioriente	34	28	51	52	58
TGI	422	454	494	523	500
Transmetano	45	46	49	51	50
Transoccidente	36	47	50	50	43
Región Caribe - Promigas	322	390	368	331	339
Total	879	987	1.036	1.031	1.016

Fuente: Comisión de Regulación de Energía y Gas (2018).

Las empresas de distribución son aquellas que suministran el servicio de gas natural al sector residencial y comercial. Por su parte, el grupo de empresas comercializadoras está conformado por agentes que venden y mercadean el servicio. En algunos casos, los productores, transportadores o distribuidores realizan a su vez las actividades de comercialización.

Tabla 11.

Usuarios de gas natural

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Alcanos de Colombia	525.206	534.740	656.607	702.239	749.755
Efigas	389.613	423.629	450.225	476.910	503.947
EPM	720.153	828.944	934.856	1.007.778	1.075.984
Gas Natural	1.831.600	1.905.038	1.993.670	2.044.576	2.116.599
Gases de La Guajira	80.183	85.555	92.798	99.076	103.779
Gases de Occidente	857.545	917.321	964.292	1.009.143	1.050.500
Gases del Caribe	720.563	774.917	812.584	852.548	899.302
Gasorient	246.555	254.385	266.078	276.222	290.851
Gases del Oriente	86.753	95.418	113.850	136.405	150.406
Gas Natural Cundiboyacense	254.038	280.907	312.259	337.012	370.921
Gasnacer	58.864	61.705	64.116	65.742	70.104
Llanogas	144.863	160.094	165.907	176.178	187.177
Metrogas	89.431	95.482	104.610	113.423	120.731
Surtigas	561.965	599.054	632.136	657.925	706.311
Otras Distribuidoras	126.491	149.029	180.601	205.378	231.582
Total	6.693.823	7.166.218	7.744.589	8.160.555	8.627.949

Fuente: Ministerio de Minas y Energía (2018).

Tabla 12.

Consumo de gas natural en el mercado regulado – MMm³

Empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Alcanos de Colombia	126	132	123	127	129
Efigas	108	111	105	106	109
EPM	215	228	230	243	248
Gas Natural	667	668	675	554	524
Gases de La Guajira	22	22	23	24	23
Gases de Occidente	199	210	208	195	192
Gases del Caribe	227	233	241	236	232
Gasorient	79	76	74	67	62
Gases del Oriente	19	22	23	23	27
Gas Natural Cundiboyacense	108	111	114	95	93
Gasnacer	13	14	15	14	14
Llanogas	32	32	34	34	34
Metrogas	24	25	41	25	26
Surtigas	138	132	168	152	148
Otras Distribuidoras	28	28	43	37	40
Total	2.005	2.044	2.117	1.932	1.901

Fuente: Sistema Único de Información de Servicios Públicos Domiciliarios (2018).

Cifras financieras del sector**Tabla 13.**

Consolidado transportadoras - \$MM

	2012	2013	2014	2015	2016
Activo	8.452.597	9.721.115	11.456.335	15.592.535	14.908.051
Pasivo	3.956.811	4.251.836	6.311.519	8.860.302	5.295.602
Patrimonio	4.495.785	5.019.279	5.144.816	6.732.232	5.612.449
Ingreso operacional	1.059.631	1.306.405	1.519.176	2.263.722	3.058.788
Utilidad operacional	461.985	555.279	903.711	1.483.029	1.830.242
Utilidad neta	509.318	614.873	573.659	641.279	1.098.500
Margen operacional	44%	43%	59%	66%	60%
Margen neto	48%	47%	38%	28%	36%
Endeudamiento	47%	46%	55%	57%	62%
EBITDA			2.046.929	(2.016)	

Fuente: Sistema Único de Información de Servicios Públicos Domiciliarios (2018).

Tabla 14.

Consolidado distribuidoras - \$MM

	2012	2013	2014	2015	2016
Activo	6.223.050	6.559.271	6.440.948	7.644.635	8.045.933
Pasivo	2.788.604	3.031.211	3.760.535	4.501.316	4.926.853
Patrimonio	3.434.447	3.528.061	2.680.413	3.143.320	3.119.078
Ingreso operacional	442.914	4.908.814	5.134.253	6.468.522	7.775.786
Utilidad operacional	726.996	767.880	924.424	1.052.851	1.202.282
Utilidad neta	643.638	680.511	706.512	753.470	783.568
Margen operacional	16%	16%	18%	16%	15%
Margen neto	15%	14%	14%	12%	10%
Endeudamiento	45%	46%	58%	59%	61%
EBITDA			1.409.073	(2.016)	

Fuente: Sistema Único de Información de Servicios Públicos Domiciliarios (2018).

Regulación del sector y sus precios

En 1994 se creó la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) como unidad administrativa especial adscrita al Ministerio de Minas y Energía, que regula el sector al ser un oligopolio natural. El principal propósito de esta entidad es propender porque además del gas natural, la energía eléctrica, el Gas Licuado de Petróleo (GLP) y los combustibles líquidos tengan la mayor cobertura poblacional posible a

los menores costos viables, con una compensación coherente y adecuada para la remuneración de las empresas del sector.

Por regulación de la CREG, se establecen criterios y metodologías de remuneración de las actividades de transporte, distribución y comercialización de gas natural. Los principales factores para la determinación de la remuneración y las tarifas a establecer, por parte de las empresas prestadoras de servicios de gas natural, son el costo del gas, la tasa representativa del mercado, las condiciones de los contratos de compra y de transporte por parte de los comercializadores y los gasoductos requeridos para transportar el gas comprado. Sin perjuicio de que la remuneración y las tarifas son reguladas, aquellos grandes consumidores que adquieren más de ciertos volúmenes establecidos, según la norma, pueden optar por acogerse a estas tarifas o negociar mejores condiciones.

Tabla 15.

Consumo nacional de gas natural

Mercado	2012	2013	2014	2015	2016
Mcpd					
Regulado	194	198	205	187	184
No Regulado	661	783	801	812	778
Total	855	981	1.006	999	962
Mm3					
Regulado	2.007	2.046	2.118	1.931	1.902
No Regulado	6.836	8.094	8.283	8.393	8.044
Total	8.843	10.140	10.401	10.324	9.946

Fuente: Sistema Único de Información de Servicios Públicos Domiciliarios (2018).

Mercado del gas natural

Los principales factores macroeconómicos que influyen sobre la industria del gas natural son el crecimiento económico medido por el PIB, el aumento de la población y la capacidad de sustituir otras fuentes de energía más contaminantes o menos eficientes por el gas natural.

El mercado del gas natural en Colombia se divide en siete sectores de consumo: residencial, comercial, industrial, petroquímico, petrolero, gas natural vehicular (GNV) y termoeléctrico.

La Unidad de Planeación Minero Energética hace un estudio prospectivo de la demanda de estos sectores para las próximos tres quinquenios, teniendo en cuenta las características propias de cada sector. Para esto, se plantean tres escenarios de demanda: bajo, medio y alto. Las demandas que se exponen a continuación, para cada uno de los sectores consumidores de gas natural, corresponde al escenario promedio.

Sector residencial: el crecimiento de la demanda en este sector se proyecta por la expansión poblacional y no por el aumento de consumo por hogar. Incluso, desde un

par de décadas hasta el tiempo presente, ha habido una disminución en el consumo por hogar atribuible a equipos domésticos más eficientes, al tamaño de la composición familiar y al cambio en los hábitos alimenticios. Se estima un aumento promedio anual de 1,75% a 2031, pasando de 138 GBUTD a 180 GBUTD.

Sector comercial: el crecimiento de la demanda en este sector, al igual que el residencial, se proyecta por la expansión poblacional y no por el aumento de consumo individual. Se estima un aumento promedio anual de 2,48% a 2031, pasando de 48 GBUTD a 74 GBUTD.

Sector industrial: se estima un aumento promedio anual de 2,3% a 2031, pasando de 226 GBUTD a 332 GBUTD. Aunque se ha identificado que la demanda de gas natural es inelástica ante cambios en los precios, esta proyección de demanda es menor a otras previamente realizadas, debido al bajo crecimiento que se espera en los próximos años del sector.

Sector petroquímico: aunque hace parte del sector industrial, está categorizado de manera independiente, ya que en este se usa el gas natural como insumo en la elaboración de productos como fertilizantes o plásticos. Para este sector no se proyecta ningún crecimiento a 2031 y se pronostica una demanda estable, situada

en 16 GBUTD. Adicionalmente, no se esperan ni conocen proyectos particulares que hagan vislumbrar un aumento en la demanda.

Sector petróleo: las proyecciones de la demanda de gas natural para este sector se fundamentan en los volúmenes declarados como producción comprometida por parte de las refinerías ante la CREG. Para los próximos seis años se espera un aumento importante en la demanda, pasando de los 240 GBUTD a los 450 GBUTD.

Sector transporte (GNV): para la demanda del gas natural vehicular se prevé un crecimiento promedio anual a 2031 del 1%. Aunque el ritmo de conversión de los vehículos de gasolina a gas natural ha caído, el aumento en los precios del petróleo y los compromisos del país, a nivel internacional, con el cambio climático, hacen proyectar este crecimiento. La demanda se sitúa alrededor de los 73 GBUTD.

Sector termoeléctrico: las proyecciones de la demanda de gas natural para este sector son más difíciles de pronosticar debido a la cantidad de factores que influyen y de la variabilidad en las condiciones que la afectan. Para los próximos cinco años se presume una disminución considerable en la demanda, que se espera vuelva a aumentar del año 2024 hasta el 2031.

Estima entonces la UPME que la demanda agregada del gas natural, para el escenario medio, tendrá un crecimiento promedio anual de 1,71% hasta 2031, alcanzando una demanda de alrededor de 1.300 GBUTD.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Promigas es una empresa de capital colombiano que inició sus operaciones a finales de la década de los cincuenta, en el sector de gas natural. Cuando en 1958 la concesionaria Colombian Petroleum Company inició la producción de petróleo en el municipio de Cicuco, zona de la gran depresión momposina en el departamento de Bolívar, surgió la posibilidad de extraer importantes cantidades de gas natural a la par que petróleo y transportarlo a la ciudad de Barranquilla. En la década del setenta, cuando dejó de ser factible que Gas Natural Colombiano S.A. continuara con la explotación de gas natural en dichos yacimientos, se abrió la exploración en

otros campos de la Guajira con potenciales yacimientos gasíferos bajo una nueva sociedad denominada Promotora de la Interconexión de los Gasoductos de la Costa Atlántica (PROMIGAS), cuyo principal mercado fue la costa caribe colombiana.

En la actualidad, Promigas desarrolla sus actividades en Colombia y Latinoamérica, principalmente en el sector del gas natural, pero también ha incursionado en otros negocios tales como el de la distribución y comercialización de energía eléctrica, compresión y deshidratación de gas natural para el sector petrolero, construcción de gasoductos y líneas de interconexión y financiación no bancaria. La compañía tiene definidos y estructurados dos grupos estratégicos de negocios (GEN), conformados por organizaciones subordinadas que han adquirido o creado en el tiempo. El primero lo conforman empresas cuyas actividades económicas giran en torno al transporte de gas natural, gas natural licuado, soluciones para la industria y generación de energía. El segundo por empresas distribuidoras de gas natural, distribuidoras y comercializadoras de energía eléctrica y financiación no bancaria.

Promigas, por cuenta propia o por medio de sus filiales, transporta el 43% del gas natural en Colombia por los más de 3.000 km de gasoductos. En Colombia, distribuye gas natural al 38% del mercado, lo que representa aproximadamente tres millones de usuarios y 11,5 millones de personas, principalmente en la costa caribe, además de los 480.000 usuarios que atiende en Perú con este servicio. Por medio de sus filiales opera cerca de 26.000 km de redes eléctricas, alcanzando 350.000 usuarios finales con el servicio de energía eléctrica.

Promigas está conformada por un grupo de empresas, las cuales se consideran entidades subordinadas y se presentan en los estados financieros consolidados si Promigas ejerce control sobre ellas. La participación en las compañías consolidadas es la siguiente:

Tabla 16.

Compañías subordinadas (miles de COP)

Empresa	Participación	Activos	Pasivos	Patrimonio
Surtigas S.A. E.S.P.	99,99%	1.029.816.739	585.426.575	444.390.164
Transoccidente S.A. E.S.P.	68,99%	13.760.317	3.632.289	10.128.028
Promioriente S.A. E.S.P.	73,27%	699.860.633	332.225.252	367.635.381
Transmetano S.A. E.S.P.	99,66%	286.792.981	127.598.803	159.194.179
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	90,12%	1.026.161.033	777.911.226	248.249.807
Compañía Energética de Occidente S.A.	94,96%	517.125.313	395.655.434	121.469.879
Orion Contact Center S.A.S	94,07%	5.763.725	1.937.952	3.825.773
Promisol S.A.S	100,00%	390.375.343	309.197.123	81.178.219
Gases del Pacífico S.A.C.	100,00%	280.254.153	264.589.236	15.664.917
Gases del Norte del Perú S.A.C.	100,00%	231.786	94.377	137.410
Promisol Mexico S.A. de C.V	100,00%	3.667	5.270	(1.603)
Zonagen S.A.S	99,95%	7.257.670	4.390.214	2.867.456
Enlace Servicios Compartidos S.A.S	100,00%	12.009.354	1.022.313	10.987.041
Sociedad Portuaria el Cayao S.A E.S.P.	50,98%	1.355.738.173	1.173.456.607	182.281.566

Fuente: Promigas (2018).

La principal competencia de Promigas, aun cuando limitada, es Transportadora de Gas Internacional (TGI) que controla las redes de transporte de gas el interior del país y hace parte del Grupo de Energía de Bogotá. Por su parte, Promigas y subordinadas, controlan la región noroccidente y entre ambos grupos económicos poseen cerca del 95% de las redes de transporte de gas natural en Colombia. Por lo anterior, las barreras de entrada al negocio de transporte de gas natural en Colombia son altas, lo cual reafirma la condición oligopólica en la cual compiten las principales compañías del sector. Así mismo, la competencia en las zonas de distribución de energía eléctrica en Colombia y Perú es inferior al 5% del tamaño total del mercado, en la medida que grandes compañías – entre las que se encuentran CODENSA y EPM- requerirían fortalecer sus redes e infraestructura para incursionar.

Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas**Tabla 17.****Análisis FODA**

Fortalezas	Oportunidades
- Larga experiencia en el sector del gas natural con una trayectoria de más de 40 años. - Gran infraestructura para el transporte y distribución de gas en el país, con más de 3.000 km de redes y una capacidad de 975 Mpcd. - Alta participación en el mercado con un 40%, beneficiando a cerca de 12 millones de personas. - Por la dimensión de la compañía y la sólida posición, permite alcanzar economías de escala superiores a las de sus competidores. - Flujos de caja predecibles, dado el marco regulatorio para la oferta y demanda.	- Apertura de nuevos mercados en la región, principalmente en los países vecinos, aprovechando la experiencia y la infraestructura actual. - Estímulo y fomento en el país y a nivel mundial, mediante acuerdos internacionales para dejar de usar energía proveniente de combustibles fósiles, por lo que se pudiera diversificar en otros negocios relacionados con la generación de energía de diversas fuentes.

Debilidades	Amenazas
- Alto apalancamiento en los últimos años para cumplir con el plan de inversión establecido, asumiendo el riesgo de las consecuencias que pudieran acarrear no lograr los flujos de caja futuros estimados. - Demoras en la legislación correspondiente a la definición de las tarifas de transporte y distribución, lo cual, en muchas ocasiones hace que los ingresos sean inferiores a las inversiones realizada y a las proyecciones. - Debido a que las tarifas para el transporte están definidas por las distancias al cliente, es difícil competir internamente en el mercado nacional para obtener mayor participación sin incurrir en	- La dependencia del negocio en un tipo de recurso no renovable, que obliga a mantener una cantidad de reservas suficientes para el largo plazo. - Problemas de orden público que puedan poner en riesgo la normal operación del servicio y la afectación a la infraestructura. - Cambios políticos en el mediano y largo plazo que pudieran afectar el marco jurídico del sector.

Fuente: elaboración propia.

Grupo estratégico de negocio – Transporte

Tabla 18.

GEN transporte

Unidad de Negocios	Empresas	Datos relevantes
Transporte de Gas Natural	Promigas	Clientes: 23 en diferentes regiones de Colombia
	Promioriente	Gasoducto: 3.089km
	Transmetano	Capacidad: 883,7 Mpcd
	Transoccidente	Capacidad de deshidratación: superior a
Soluciones Integradas para la Industria y Generación de Energía	Promisol	Capacidad de compresión instalada: 24.000 hp
	Zonagen	Capacidad de cogeneración: superior a 60 Mw
		Capacidad de regasificación: 400 Mcpd
GNL	Sociedad Portuaria El Cayao -SPEC-	Capacidad de almacenamiento: 170.000

Fuente: elaboración propia con base en datos tomados de Promigas.

Grupo estratégico de negocio - Distribución**Tabla 19.****GEN distribución**

Unidad de Negocios	Empresas	Datos relevantes
Transporte de Gas Natural	Surtigas	
	GdO	Usuarios Conectados:
	Gases del Caribe	3.685.516
	Efigas	
	Gases de la Guajira	
	Cálidda	Venta de gas: 9,4 millones de m3
	Gases del Pacifico	
	Versa	
Distribución de Energía Eléctrica	Compañía Energética de Occidente (CEO)	Clientes: 348.081
		Energía demandada: 578 GWh
		Redes: 25.963
Financiación No Bancaria	Brilla	Créditos: \$1.921.697 millones
		Cartera: \$504.404 millones
		Número de usuarios
		beneficiados: 1.997.222

Fuente: elaboración propia con base en datos tomados de Promigas.

Estrategia

Promigas espera convertirse en uno de los principales jugadores del sector gasífero en Latinoamérica, aunque transitoriamente sus operaciones se desarrollen principalmente en Colombia. En 2006 incursionaron en Perú, donde hoy atienden a 150.000 usuarios, equivalente a 500.000 hogares, con un plan de expansión que prevé superar el millón de hogares para el 2021. Aunque el plan es claro, aún no se ha concretado la incursión en ningún otro país diferente a Perú, pero Chile y México pueden constituirse en el siguiente puerto de llegada. Este, posiblemente, será el norte estratégico de la compañía durante los próximos cinco años, además de la masificación del servicio en Perú, para lo cual ya han invertido \$60 de los \$250 millones de dólares previstos.

Como lo afirma Rodolfo Ayala, Vicepresidente de Distribución, llevan varios años explorando el mercado mexicano por dos circunstancias: porque no hay masificación del gas allí y por la apertura del sector de hidrocarburos. No ha sido fácil la entrada a dicho país porque es un mercado con muchos interesados, pero la posibilidad es latente.

Desarrollos recientes

- Con el propósito de financiar la primera planta de regasificación en Colombia se obtuvo un crédito de USD \$110 millones para la Sociedad Portuaria El Cayao (SPEC).
- Promioriente, empresa subordinada, inauguró una estación compresora (Los Pinos) ubicada en Santander. Esta tiene una capacidad de compresión de 26 mpcd, garantizando así el transporte de gas para zonas cercanas, incluida Bogotá.
- Transmetano, empresa subordinada, inauguró una estación compresora (Malena) con una inversión de \$43.000 millones de pesos. La estación, ubicada en Puerto Berrío, Antioquia, y con una capacidad de compresión de 83 mpcd, garantizará el servicio a un millón de usuarios del departamento.
- En Colombia, con la ampliación de la cobertura, las empresas distribuidoras alcanzaron una participación del 38% del mercado gracias a la conexión de alrededor de 150.000 nuevos usuarios.
- En Perú, a través de Cálidda, se llegó a un total de 438.400 usuarios. Lo anterior gracias a la conexión de 90.000 nuevos clientes.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La estructura de gobierno corporativo se compone por la Asamblea General de Accionistas, la Junta Directiva, que a su vez cuenta con dos Comités de Junta de Directiva (Auditoría, Riesgos y Buen Gobierno y Compensación y Desarrollo) y dos comités asesores (Inversiones, y Estrategia y Sostenibilidad), y la Administración, compuesta por su presidente y la alta dirección.

El primero de septiembre deja la presidencia Antonio Celia Martínez-Aparicio, ingeniero del Worcester Polytechnic Institute de Massachusetts, con estudios en MIT y Wharton. Preside la compañía desde el año 1992, tiempo en el cual pasaron de atender 210.000 usuarios residenciales a 3.900.000, aumentando sus ingresos a una tasa promedio anual del 21% y su EBITDA a una tasa promedio anual del 18%.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

El principal accionista de Promigas es Corficolombiana (Corporación Financiera Colombiana S.A.), que junto con Grupo de Energía de Bogotá (GEB) y dos fondos de capital privado, dentro de los cuales está CFC Gas Holding S.A.S. perteneciente a su vez a Corficolombiana, compraron en el 2011 el 50,2% de la compañía. De esta manera, con una representación significativa de miembros patrimoniales en la junta directiva, Corficolombiana tiene una relevancia importante en el direccionamiento de la empresa y sus filiales.

Tabla 20.

Principales accionistas

Nombre del accionista	N° de acciones totales	Participación
Corporación Financiera Colombiana S.A.	388.359.392	34,22%
EEB GAS S.A.S	172.916.643	15,24%
CFC Gas Holding S.A.S	120.084.141	10,58%
Amalfi S.A	90.661.847	7,99%
Consultorias de Inversiones S.A.	59.742.495	5,26%
Promi CFC S.A.S.	56.194.084	4,95%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección Moderad	37.761.870	3,33%
Azurita S.A.S	28.307.251	2,49%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	27.844.428	2,45%
Perugia S.A.S	25.535.189	2,25%
Lipu & Cía S.C.A.	23.385.346	2,06%
Conscar S.A.S.	12.097.406	1,07%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir Moderado	11.716.940	1,03%
Subtotal	1.054.607.032	92,93%
Otros (menos del 1% de participación individual)	80.241.011	7,07%
Total acciones en circulación	1.134.848.043	100,00%

Fuente: Superfinanciera (2018).

Liquidez accionaria

La acción de Promigas fue incluida en el índice COLCAP en noviembre del 2017, pasando a ser una acción de alta bursatilidad.

Libre flotación

La libre flotación corresponde a la fracción de acciones en circulación en poder de inversionistas sin interés de control por la compañía, como inversionistas institucionales y minoritarios con participación inferior al 1%. Se estima la libre flotación accionaria de Promigas en un 20,25%, es decir, alrededor de 229.800.000 acciones flotan libremente sobre 1.134.800.000 que circulan.

Tabla 21.

Libre flotación

Nombre del accionista	N° de acciones totales	Participación
Proyectos y Consultorias Empresariales Ltda	10.815.302	0,95%
Old Mutual Fondo de Pensiones Obligatorias Moderado	7.535.162	0,66%
Fondo Bursatil Ishares Colcap	6.518.421	0,57%
Csdgt Sas	6.349.314	0,56%
Deutsche Bank Ag London Branch	2.686.482	0,24%
Martdos S.A.S	2.159.605	0,19%
Mart Inversiones S A S	1.842.157	0,16%
Rodriguez Torrado Manuel Alejandro	1.724.423	0,15%
Jara Albarracin Manuel Guillermo	1.659.640	0,15%
Monsalve Macías Consuelo Del Socorro	1.315.000	0,12%
Abbi Global Sas	1.176.316	0,10%
Ayerbe Muñoz Julio Manuel	1.090.613	0,10%
Subtotal	44.872.435	3,95%
Otros (877 accionistas con menos del 1% individualmente)	35.368.576	3,12%
Total acciones en circulación con menos del 1% individualmente	80.241.011	7,07%

Fuente: Superfinanciera (2018).

Política de dividendos

La distribución de dividendos para el ejercicio correspondiente al año 2017 se aprobó en \$224 por acción; dividendos ordinarios mensuales por acción de \$17 pagaderos desde abril hasta septiembre y un dividendo extraordinario de \$122 por

acción que fueron pagados en el mes de abril.

El dividendo decretado para el ejercicio del 2016 fue de \$162 por acción, cuyo pay-out equivaldría al 63% con un dividend yield del 3,1%. Para el ejercicio del 2017, el pay-out equivaldría al 77% con un dividend yield del 3,0% (tomando como referencia el precio de cierre del 2 de marzo de 2018).

Tabla 22.

Dividendos

Año	Dividendo	Incremento
2014	233	
2015	313	34,33%
2016	348	11,18%
2017	379	8,91%
2018	224	-40,90%

Fuente: elaboración propia con base en datos tomados de Promigas.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Promigas y sus compañías subordinadas se enfrentan a diversos tipos de riesgos que deben ser gestionados. Entre ellos se encuentran: riesgo de mercado, riesgo de tipo de cambio, riesgo de precio, riesgo sindical y riesgo legal.

La responsabilidad de establecer el esquema para la gestión de los diferentes riesgos recae en la Junta Directiva de cada una de las compañías. Para esto, se establecen políticas de administración de riesgos que mediante normas y procedimientos propendan por generar un escenario de control y mitigación del riesgo, en el que todos los colaboradores se involucren y comprometan con los mismos.

Riesgo de mercado

Por tratarse de un sector en el que el precio, transporte y distribución del gas es regulada por la CREG, no existen riesgos en este aspecto. Sin embargo, en los

periodos cuando hay cambios de precios o cambios en las metodologías para definir precios pueden surgir riesgos para las ventas futuras.

Riesgo de tipo de cambio

El ingreso por el transporte y distribución de gas está indexado a dólares americanos y se factura al tipo de cambio al momento que se genera la factura. Por su parte, los costos correspondientes a estas actividades son en pesos colombianos, en su gran mayoría. Este riesgo es mitigado mediante la contratación de instrumentos financieros derivados como contratos forward, que se pactan cuando las estimaciones de las tasas forward son favorables respecto de las bases presupuestadas, según las perspectivas macroeconómicas definidas en cada compañía.

Riesgo de precio

Al ser el transporte y distribución de gas un sector regulado, es la CREG quien define los precios para la prestación del servicio. Periódicamente publica los precios de acuerdo con una metodología establecida, la cual, a su vez, está sujeta a revisiones para ser ajustada. Por lo anterior, no existe el riesgo de fluctuaciones abruptas en el precio.

Riesgo sindical

La generación de ingresos de las actividades, principalmente de transporte y distribución de gas, se hace mediante sus subsidiarias. Por tanto, los riesgos sindicales son gestionados directamente en cada una de estas. No ha habido sucesos representativos en esta materia que pongan en riesgo la operación, la generación de ingresos o la perdurabilidad de alguna de las empresas en el tiempo.

Riesgo legal o de regulación

El sector en el que opera la empresa se rige por una regulación estricta. Así mismo, el marco regulatorio colombiano en esta materia se considera balanceado y justo, propiciando un ambiente que fomenta las inversiones además de la oferta de los productos y servicios del sector en el país. Sin perjuicio de lo anterior, la compañía mitiga activamente este tipo riesgo mediante su estrategia de internacionalización que ya ha empezado a ejecutar.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Análisis de los resultados históricos

Se observa estabilidad en los resultados operacionales de Promigas, en los últimos cuatro años, gracias a la dinámica predecible del sector. Sin embargo, las ventas en el 2017 disminuyeron un 8% con respecto al 2016. Lo anterior se dio como consecuencia de factores como los menores volúmenes transportados para la generación termoeléctrica, por la ausencia del Fenómeno del Niño y por la terminación de un contrato de deshidratación con la multinacional Chevron.

Tabla 23.

Estado de resultados histórico

	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	2.233.636	2.790.460	4.078.926	3.766.448
Costos Netos	1.381.748	1.718.265	2.664.488	2.465.598
Utilidad Bruta	851.888	1.072.195	1.414.439	1.300.850
Total Gastos	225.148	234.004	293.718	297.892
Utilidad Operacional (EBIT)	626.740	838.191	1.120.721	1.002.958
EBITDA	722.067	971.016	1.260.675	1.150.291
Total Otros Ingresos y Egresos	13.688	(193.309)	(245.186)	(125.624)
Utilidad Antes de Impuesto	640.428	644.882	875.535	877.334
Utilidad Neta	455.143	467.215	648.089	634.355

Fuente: elaboración propia.

Análisis de los impuestos

En Colombia, el servicio de gas natural entre los años 2000 y 2016 ha estado exento de gravámenes como el IVA, que de otra manera hubiesen dificultado la masificación del servicio y puesto el sector en desigualdad de condiciones frente los demás combustibles de la canasta energética. No se espera modificación alguna en la exención durante el 2018 y 2019, en vista de evitar transmisión de mayores precios al usuario final y generar presiones inflacionarias sobre el componente de regulados. A nivel corporativo, el proyecto de reforma tributaria que viene gestando la actual administración presidencial, llevaría la reducción de la tasa impositiva corporativa hacia niveles objetivo del 28% en el año 2020 y la deducción del IVA generado en la adquisición de bienes de capital, cuya necesidad es intensiva en el sector por la infraestructura requerida. Por último, pero no menos importante, la tendencia mundial hacia mayores impuestos al carbono que ya se ha implementado en países como Finlandia, Suiza y Suecia, generaría una ventaja competitiva a empresas como Promigas que generan un menor impacto ambiental. En suma, las proyecciones en materia de impuestos para el sector de transporte y distribución de gas natural en Colombia y en particular, para Promigas, van en pro de la generación de valor.

Supuestos de operación

Las ventas se proyectaron con un incremento anual promedio del 3,5%. Este incremento, aunque levemente superior a la demanda estimada por la UPME, se sustenta en el plan de expansión en infraestructura para las redes de transporte colombianas y el transporte de energía eléctrica, de distribución en Perú y el éxito que se prevé para la planta de regasificación recientemente instaurada.

Tabla 24.

Proyecciones de operación

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ventas Netas	3.947.378	4.099.200	4.236.370	4.372.020	4.503.181	4.642.779
Costos Netos	2.543.541	2.575.862	2.649.593	2.727.631	2.805.556	2.867.112
Total Gastos	333.457	337.534	346.835	354.156	365.246	368.848

Fuente: elaboración propia.

Supuestos de inversión

Se espera que en el 2018 termine la mayor parte de la ejecución de la inversión y reposición de activos fijos presupuestada entre 2016 y 2023. Para los años siguientes, aunque se estipula realizar inversiones de capital, estas se harán en menor medida. Por lo anterior, se calcula la disminución en el ritmo del CAPEX con incrementos evidentes en el flujo de caja libre.

Tabla 25.

Proyecciones de inversión

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Terrenos	53.269	20.849	18.173	23.936	26.000	22.061
Construcciones, Edificaciones y Montaje	103.798	40.627	35.412	46.642	50.603	50.194
Gasoductos, Plantas y Redes	622.448	243.627	292.355	293.698	282.000	292.000
Maquinaria y Equipo	54.340	21.269	18.539	24.418	23.269	28.424
Flota y Equipo Transporte	8.338	3.263	2.845	3.747	3.263	2.827
Equipo Computación y Comunicación	8.550	3.346	2.917	3.842	3.346	2.896
Equipo de Oficina	5.158	2.019	1.760	2.318	2.019	1.749
Total Inversiones CAPEX	855.900	335.000	372.000	398.600	390.500	400.150

Fuente: elaboración propia.

Capital de trabajo

El cambio en el capital de trabajo es predecible, ya que acompaña el crecimiento de los activos fijos de la compañía. Así entonces, Promigas crecerá en infraestructura con un incremento consecuente en sus ventas, lo cual causará un aumento en sus cuentas por cobrar producto de las ventas que no puedan ser recaudadas inmediatamente. El pasivo corriente de la compañía crecerá en menor proporción respecto del activo corriente, dado que la financiación estará enfocada en fuentes de largo plazo como parte de una decisión estratégica (las tasas de interés de corto plazo son más costosas).

Tabla 26.

Proyecciones de capital de trabajo

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Disponible	346.071	381.843	406.227	455.169	530.512	572.397
Cuentas por cobrar	1.081.473	1.156.761	1.207.075	1.305.617	1.394.135	1.488.233
Inventarios	63.414	64.926	68.962	73.982	76.865	86.406
Total Activo de Operación	1.490.959	1.603.530	1.682.265	1.834.768	2.001.512	2.147.037
Cuentas por pagar	728.219	798.870	842.062	899.745	975.411	1.005.453
Impuestos, gravámenes y tasas	97.560	95.977	96.547	103.127	103.767	94.261
Obligaciones laborales	11.150	13.409	14.518	16.441	19.216	20.423
Otros pasivos	32.752	31.757	35.570	41.849	44.581	47.131
Total Pasivo de Operación	869.682	940.013	988.697	1.061.161	1.142.976	1.167.268
Total Inversiones CAPEX	621.277	663.517	693.567	773.608	858.536	979.769
Cambio en KTNO	8.652	42.239	30.051	80.041	84.928	121.233

Fuente: elaboración propia.

Hipótesis financieras

Se proyecta que la estructura de capital oscile alrededor de 2,5x en su relación Deuda/Patrimonio. Lo anterior, junto con el comportamiento esperado del indicador Deuda/EBITDA, le permitirá a la compañía mantener inalterado su perfil de riesgo de crédito y, con ello, la confianza del público inversionista en los mercados de capitales y de financiación bancaria.

Tabla 27.

Proyección estructura financiera

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Deuda/Patrimonio	2,25	2,26	2,30	2,37	2,49	2,61

Fuente: elaboración propia.

Supuestos macroeconómicos

Para la tasa impositiva corporativa, a partir del 2020, se toma como base la propuesta económica por parte de la actual administración presidencial en materia de reforma tributaria, cuya probabilidad de implementación se percibe alta.

Tabla 28.**Proyecciones macroeconómicas**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Inflación	3,40%	3,20%	3,20%	3,10%	3,10%	3,10%
Inflación US	2,10%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
Tesoros a 10 años - USSGG10YR	3,04%	3,42%	3,52%	3,52%	3,52%	3,50%
Crecimiento	2,60%	3,10%	3,30%	3,40%	3,50%	3,40%
Devaluación	1,27%	0,98%	0,98%	0,88%	0,88%	0,88%
TRM Cierre Año	2.996	3.031	3.046	3.057	3.076	3.087
DTF Cierre Año	4,72%	4,94%	4,83%	4,74%	4,66%	4,48%
Tasa Impuesto	33,00%	33,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%

Fuente: Bloomberg (2018),

REFERENCIAS

Fitch Affirms Promigas S.A. E.S.P. at 'BBB-'; Outlook Stable (2017). Recuperado de <https://www.reuters.com/article/fitch-affirms-promigas-sa-esp-at-bbb-out-idAFFit5FPwKG> Promigas (2016a).

Informe del Gas Natural 2017.

<http://www.promigas.com/Es/Noticias/Documents/Informe-Sector-Gas/Informe%20del%20Sector%20Gas%20Natural%20Colombia%202017.pdf>

Grupo Energía Bogotá (2018). Recuperado de

<https://www.grupoenergiadebogota.com>

Nueva estructura de la industria (s. f.). Recuperado de

<http://www.creg.gov.co/index.php/es/sectores/gas-natural/estructura-gas>

Promigas (2016a). Informe del Gas Natural 2017. Recuperado de

<http://www.promigas.com/Es/Noticias/Documents/Informe-Sector-Gas/Informe%20del%20Sector%20Gas%20Natural%20Colombia%202017.pdf>

Promigas (2016b). Informe de Gestión Anual 2016. Recuperado de

<http://www.promigas.com/Es/Inversores/Documents/Informes/DeGestion/Anual/InformeAnualDeGestion2016.pdf>

Promigas (2017). Informe de Gestión Anual 2017. Recuperado de

<http://www.promigas.com/Es/Inversores/Documents/Informes/DeGestion/Anual/InformeAnualDeGestion2017.pdf>

Sistema Único de Información de Servicios Públicos Domiciliarios (2018).

Recuperado de <http://www.sui.gov.co/web/>

Unidad de Planeación Minero Energética (2017a). Balance del gas natural 2017.

Recuperado de

<http://www1.upme.gov.co/Hidrocarburos/publicaciones/BALANCE%20GAS%20NATURAL%202017-2026%20VERSION%20FINAL.pdf>

Unidad de Planeación Minero Energética (2017b). La cadena del gas natural en

Colombia. Recuperado de

http://www.upme.gov.co/docs/chain_gas_natural.pdf

Balance General	2014	2015	2016	2017
Efectivo y equivalentes de efectivo	91.838	121.294	203.615	183.825
Instrumentos financieros a valor razonable	88.006	58.574	174.730	138.865
Instrumentos de deuda a costo amortizado	3.585	4.269	505	4.402
Cuentas por cobrar	655.837	648.654	873.433	1.000.955
Inventarios	35.274	23.548	72.431	56.511
Pagos anticipados	-	62.004	99.031	66.291
Total Activos Corrientes	874.540	918.343	1.423.745	1.450.849
Instrumentos financieros a valor razonable	300	6.861	6.525	5.491
Cuentas por cobrar	2.094.725	2.220.360	3.576.932	3.729.163
Instrumentos de deuda a costo amortizado	47.154	52.919	47.228	63.700
Inventarios	9.212	8.716	10.313	12.096
Inversiones en compañías asociadas	465.892	560.002	580.489	685.607
Propiedad, gasoducto, planta y equipo	1.180.606	1.252.375	1.241.805	1.175.284
Concesiones	1.336.925	1.735.005	2.121.717	2.187.289
Plusvalía	128.819	128.819	128.819	128.819
Otros activos intangibles	55.947	80.903	67.183	87.565
Impuesto diferido	134.771	48.560	52.594	107.436
Activos no corrientes disponibles para la venta	-	222	7.796	2.812
Total Activos no Corrientes	5.454.350	6.094.742	7.841.402	8.185.261
Total Activos	6.328.890	7.013.085	9.265.147	9.636.110
Obligaciones financieras	55.945	252.449	517.464	462.849
Bonos en circulación	13.491	124.406	23.889	105.000
Cuentas por pagar	484.781	480.409	695.407	650.407
Obligaciones laborales	6.894	8.135	9.762	9.716
Beneficios a empleados	14.419	15.377	16.011	18.508
Provisiones	593	-	-	342
Otros pasivos	29.539	27.560	36.428	37.377
Total Pasivo Corriente	605.662	908.337	1.298.962	1.284.198
Obligaciones financieras	990.160	883.647	2.004.111	2.338.129
Bonos en circulación	1.422.061	1.719.787	2.216.843	2.115.206
Cuentas por pagar	-	12.668	12.919	11.422
Beneficios a empleados	11.578	3.391	4.251	9.655
Provisiones	205.260	206.441	224.645	303.123
Impuesto diferido	676.973	545.829	548.134	858.171
Otros pasivos	1.168	438	438	1.029
Total Pasivo no Corriente	3.307.200	3.372.201	5.011.339	5.636.735
Total Pasivo	3.912.862	4.280.538	6.310.301	6.920.933
Capital suscrito y pagado	113.492	113.492	113.492	113.492
Prima en colocación de acciones	322.823	322.823	322.823	322.823
Reservas	128.992	188.630	289.427	91.110
Resultados acumulados	(6.677)	57.983	120.153	112.604
Resultados del periodo	234.472	245.391	293.386	241.624
Efectos adopción por primera vez	1.459.755	1.505.787	1.505.787	1.505.787
Otro Resultado Integral	27.425	119.048	110.071	111.522
Total Patrimonio Atribuible a los Accionistas	2.280.282	2.553.153	2.755.138	2.498.962
Participación No Controlada	135.746	179.393	199.708	216.215
Total Patrimonio	2.416.028	2.732.546	2.954.846	2.715.177
Total Pasivo y Patrimonio	6.328.890	7.013.085	9.265.147	9.636.110

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos (°000.000 COP)

Balance General	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Efectivo y equivalentes de efectivo	195.743	215.976	229.768	257.450	279.953	292.744
Instrumentos financieros a valor razonable	145.246	160.259	170.493	191.034	207.732	217.223
Instrumentos de deuda a costo amortizado	5.082	5.608	5.966	6.685	7.269	7.601
Cuentas por cobrar	1.081.473	1.156.761	1.207.075	1.305.617	1.394.135	1.488.233
Inventarios	63.414	64.926	68.962	73.982	76.865	86.406
Pagos anticipados	54.074	67.384	78.924	83.847	88.830	95.400
Total Activos Corrientes	1.545.033	1.670.914	1.761.189	1.918.615	2.054.783	2.187.608
Instrumentos financieros a valor razonable	5.294	6.262	6.596	7.023	7.622	7.755
Cuentas por cobrar	3.938.196	3.968.121	4.099.879	4.178.282	4.299.723	4.406.869
Instrumentos de deuda a costo amortizado	58.254	68.900	72.582	77.277	98.866	85.330
Inventarios	14.159	13.544	12.947	12.559	12.782	12.736
Inversiones en compañías asociadas	708.917	731.603	755.014	758.420	806.650	912.422
Propiedad, gasoducto, planta y equipo	1.895.809	2.077.897	2.277.699	2.483.267	2.660.581	2.828.441
Concesiones	2.263.844	2.408.330	2.498.278	2.542.366	2.647.909	2.760.991
Plusvalía	180.701	182.460	183.657	187.005	189.601	191.408
Otros activos intangibles	96.739	97.681	98.321	63.004	101.504	102.471
Impuesto diferido	118.692	119.848	120.634	122.833	144.538	165.725
Activos no corrientes disponibles para la venta	3.106	3.136	3.157	3.214	3.259	3.290
Total Activos no Corrientes	9.283.711	9.677.781	10.128.764	10.435.250	10.973.035	11.477.438
Total Activos	10.828.744	11.348.695	11.889.953	12.353.865	13.027.818	13.665.046
Obligaciones financieras	482.154	515.053	565.847	608.240	609.102	609.590
Bonos en circulación	79.252	79.252	79.252	79.252	79.252	79.252
Cuentas por pagar	728.219	798.870	842.062	899.745	975.411	1.005.453
Obligaciones laborales	11.150	13.409	14.518	16.441	19.216	20.423
Beneficios a empleados	18.815	19.266	20.035	20.924	21.906	22.780
Provisiones	342	342	342	342	342	342
Otros pasivos	32.752	31.757	35.570	41.849	44.581	47.131
Total Pasivo Corriente	1.352.685	1.457.949	1.557.626	1.666.792	1.749.810	1.784.970
Obligaciones financieras	2.478.716	2.657.386	2.871.666	3.078.647	3.220.188	3.714.555
Bonos en circulación	2.140.954	2.140.954	2.140.954	2.140.954	2.440.954	2.440.954
Cuentas por pagar	11.767	12.093	12.305	13.058	12.196	12.188
Beneficios a empleados	8.779	8.985	9.335	9.670	10.151	10.431
Provisiones	303.123	303.123	303.123	303.123	303.123	303.123
Impuesto diferido	1.198.600	1.291.460	1.386.499	1.472.174	1.552.664	1.610.296
Otros pasivos	1.327	774	707	650	652	564
Total Pasivo no Corriente	6.143.266	6.414.776	6.724.590	7.018.275	7.539.927	8.092.111
Total Pasivo	7.495.951	7.872.724	8.282.216	8.685.067	9.289.738	9.877.081
Capital suscrito y pagado	113.492	113.492	113.492	113.492	113.492	113.492
Prima en colocación de acciones	322.823	322.823	322.823	322.823	322.823	322.823
Reservas	340.347	328.912	356.344	354.432	355.495	360.528
Resultados acumulados	142.327	166.187	194.544	215.827	232.283	277.169
Resultados del periodo	338.276	428.081	460.081	477.081	494.081	500.351
Efectos adopción por primera vez	1.754.367	1.754.367	1.754.367	1.754.367	1.754.367	1.754.367
Otro Resultado Integral	108.535	107.837	109.161	110.316	112.468	113.153
Total Patrimonio Atribuible a los Accionistas	3.120.168	3.221.699	3.310.812	3.348.339	3.385.009	3.441.884
Participación No Controlada	212.625	254.272	296.925	320.459	353.071	346.082
Total Patrimonio	3.332.793	3.475.971	3.607.737	3.668.798	3.738.080	3.787.966
Total Pasivo y Patrimonio	10.828.744	11.348.695	11.889.953	12.353.865	13.027.818	13.665.046

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Estado de Resultados	2014	2015	2016	2017
Transporte y Distribución de Gas Natural	1.542.894	1.792.530	2.343.605	2.484.276
Generación y Distribución de Energía	277.446	319.026	404.345	387.056
Instalaciones y Servicios Técnicos	83.678	273.946	114.012	196.269
Ingresos por Financiación no Bancaria	80.402	65.194	79.796	94.690
Ingresos por Concesiones	80.657	153.093	180.982	162.383
Construcción de Concesiones	74.750	78.796	583.018	200.639
Ingresos por Servicios de Backoffice	12.394	734	801	1.209
Otros Servicios y Servicios en el Exterior	32.442	18.680	246.472	97.955
Metodo de Participación	48.972	88.460	125.896	141.970
Ventas Netas	2.233.636	2.790.460	4.078.926	3.766.448
Beneficios a Empleados	67.999	101.083	114.602	113.022
Mantenimiento y Materiales	70.346	74.788	148.341	135.317
Honorarios y Asesorías	11.827	16.192	21.321	19.442
Costos Generales	953.790	1.341.254	1.684.062	1.881.740
Construcción de Concesiones	208.650	78.796	583.018	200.639
Impuestos	2.431	3.409	4.302	4.009
Amortizaciones	66.707	102.743	108.842	111.428
Costos Netos	1.381.748	1.718.265	2.664.488	2.465.598
Utilidad Bruta	851.888	1.072.195	1.414.439	1.300.850
Gastos de Administración	133.792	147.075	168.155	178.264
Gastos de Ventas	62.735	56.847	94.451	83.722
Depreciación	28.620	30.082	31.112	35.905
Total Gastos	225.148	234.004	293.718	297.892
Utilidad Operacional (EBIT)	626.740	838.191	1.120.721	1.002.958
Depreciación	28.620	30.082	31.112	35.905
Amortizaciones	66.707	102.743	108.842	111.428
EBITDA	722.067	971.016	1.260.675	1.150.291
Otros Ingresos	185.207	56.650	115.859	293.946
Otros Egresos	-	5.372	2.779	-
Gastos Financieros	171.520	244.587	358.266	419.570
Total Otros Ingresos y Egresos	13.688	(193.309)	(245.186)	(125.624)
Utilidad Antes de Impuesto	640.428	644.882	875.535	877.334
Impuestos	185.285	177.667	227.445	242.980
Utilidad Neta	455.143	467.215	648.089	634.355

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Estado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Transporte y Distribución de Gas Natural	2.548.000	2.634.000	2.688.000	2.742.500	2.809.631	2.849.759
Generación y Distribución de Energía	422.500	438.900	451.800	484.000	497.400	505.000
Instalaciones y Servicios Tecnicos	147.600	156.000	172.000	190.800	206.000	226.300
Ingresos por Financiación no Bancaria	104.500	101.000	119.000	126.000	120.200	127.000
Ingresos por Concesiones	217.000	228.700	244.200	247.000	261.200	276.100
Construcción de Concesiones	224.678	243.400	249.000	271.220	283.000	310.000
Ingresos por Servicios de Backoffice	7.800	9.600	9.250	8.400	8.020	8.620
Otros Servicios y Servicios en el Exterior	99.000	101.500	105.820	101.100	108.730	111.000
Metodo de Participación	176.300	186.100	197.300	201.000	209.000	229.000
Ventas Netas	3.947.378	4.099.200	4.236.370	4.372.020	4.503.181	4.642.779
Beneficios a Empleados	125.894	127.433	130.944	133.708	137.896	139.256
Mantenimiento y Materiales	136.076	137.740	141.535	144.523	149.049	150.518
Honorarios y Asesorías	21.828	22.094	22.703	23.183	23.908	24.144
Costos Generales	1.791.663	1.814.791	1.867.552	1.929.083	1.982.000	2.035.434
Construcción de Concesiones	339.912	344.068	353.549	361.012	372.317	375.989
Impuestos	4.491	4.546	4.671	4.770	4.919	4.967
Amortizaciones	123.677	125.189	128.639	131.354	135.467	136.803
Costos Netos	2.543.541	2.575.862	2.649.593	2.727.631	2.805.556	2.867.112
Utilidad Bruta	1.403.837	1.523.338	1.586.777	1.644.389	1.697.624	1.775.667
Gastos de Administración	199.068	201.502	207.054	211.425	218.046	220.196
Gastos de Ventas	94.492	95.648	98.283	100.358	103.500	104.521
Depreciación	39.897	40.385	41.497	42.373	43.700	44.131
Total Gastos	333.457	337.534	346.835	354.156	365.246	368.848
Utilidad Operacional (EBIT)	1.070.380	1.185.804	1.239.942	1.290.233	1.332.378	1.406.819
Depreciación	39.897	40.385	41.497	42.373	43.700	44.131
Amortizaciones	123.677	125.189	128.639	131.354	135.467	136.803
EBITDA	1.233.953	1.351.378	1.410.078	1.463.960	1.511.545	1.587.753
Otros Ingresos	-	-	-	-	-	-
Otros Egresos	-	-	-	-	-	-
Gastos Financieros	255.791	255.396	261.412	267.144	274.404	299.002
Total Otros Ingresos y Egresos	(255.791)	(255.396)	(261.412)	(267.144)	(274.404)	(299.002)
Utilidad Antes de Impuesto	814.588	930.408	978.530	1.023.089	1.057.974	1.107.817
Impuestos	268.814	307.035	273.988	286.465	296.233	310.189
Utilidad Neta	545.774	623.373	704.542	736.624	761.741	797.628

<i>Flujo de Caja</i>	2015	2016	2017
= NOPAT	784.824	1.058.228	938.256
+ Depreciación	132.825	139.954	147.333
+ Amortización	102.743	108.842	111.428
= FC Bruto	1.020.392	1.307.025	1.197.017
- ΔKTNO	(32.412)	202.661	143.693
- CAPEX	640.391	1.746.660	343.859
= FCL Operativo	412.413	(642.297)	709.465

<i>Flujo de Caja</i>	2018 (P)	2019 (P)	2020 (P)	2021 (P)	2022 (P)	2023 (P)
= NOPAT	736.047	802.972	891.274	915.069	934.819	975.934
+ Depreciación	135.375	152.912	172.198	193.032	213.186	232.290
+ Amortización	123.677	125.189	128.639	131.354	135.467	136.803
= FC Bruto	995.100	1.081.073	1.192.110	1.239.454	1.283.472	1.345.027
- XKTNO	8.652	42.239	30.051	80.041	84.928	121.233
- CAPEX	855.900	335.000	372.000	398.600	390.500	400.150
= FCL Operativo	130.548	703.834	790.060	760.813	808.044	823.643

Valoración por DCF	2018	2019	2020	2021	2022	2023
FCL Operativo	130.548	703.834	790.060	760.813	808.044	823.643
Valor Continuidad						12.478.273
Gradiente de crecimiento largo plazo FCLO (G)						2,5%
Rolling WACC	9,23%	8,80%	9,06%	9,01%	9,04%	9,05%
Factor de Descuento WACC	1,09	1,18	1,30	1,41	1,54	1,68
(=) VP FCL Anual	119.520	594.615	609.034	538.861	524.180	489.738

Valor presente Flujo de Caja Libre	2.875.948	27,93%
Valor presente continuidad	7.419.577	72,07%

(=) Valor de la Operación	10.295.526
+ Inversiones Temporales	685.607
+ Activos no Operativos	90.376
+ VP de la Caja Final	-
- Otros Pasivos	(1.029)
= Valor de la Empresa	11.070.480
- Deuda Financiera Neta (D)	4.698.494
= Valor del Patrimonio por FCL (E)	6.371.987
/ Acciones en Circulación	1.135
= Valor por Acción	5.615

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 Nueva Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

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

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

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

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

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585