

Terpel

Suben los combustibles, cae la demanda

Valor Justo:
COP 14,000
 Vender

Potencial: 110% Riesgo: Alto Cierre: 6,660

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	1.21
Dividendo anual 2024E (COP)	320
Retorno por dividendo:	4.81%
% MSCI COLCAP:	0.36%
# Acciones	181 mm
P/VL actual:	0.45x
P/U actual:	12.61x

Terpel sigue situándose como una compañía líder en el mercado de distribución de combustibles y lubricantes tanto a nivel local como internacional, destacando en Colombia y Panamá en el segmento de estaciones de servicio.

Por su parte, el sólido acceso al mercado de capitales colombiano y en las demás geografías donde opera, le han permitido contar con una flexibilidad financiera, que ha sido crucial para años como el actual, en donde las necesidades de capital de trabajo, junto a unos mayores gastos financieros han presionado la generación de flujo de caja operativo de la compañía.

> ¿POR QUÉ VENDER?

2023 no ha sido un año fácil para la compañía, sin embargo, de cara a 2024 esperamos una recuperación en todos los indicadores financieros, especialmente los relacionados con rentabilidad.

Sin embargo, la baja liquidez de la acción, sumado a un bajo dividendo a distribuir en 2024, limitaría la negociación de la acción en el mercado y, por ende, la materialización de nuestro valor justo.

Autores

Julián Ausique
 Analista Acciones

jausique@corredores.com

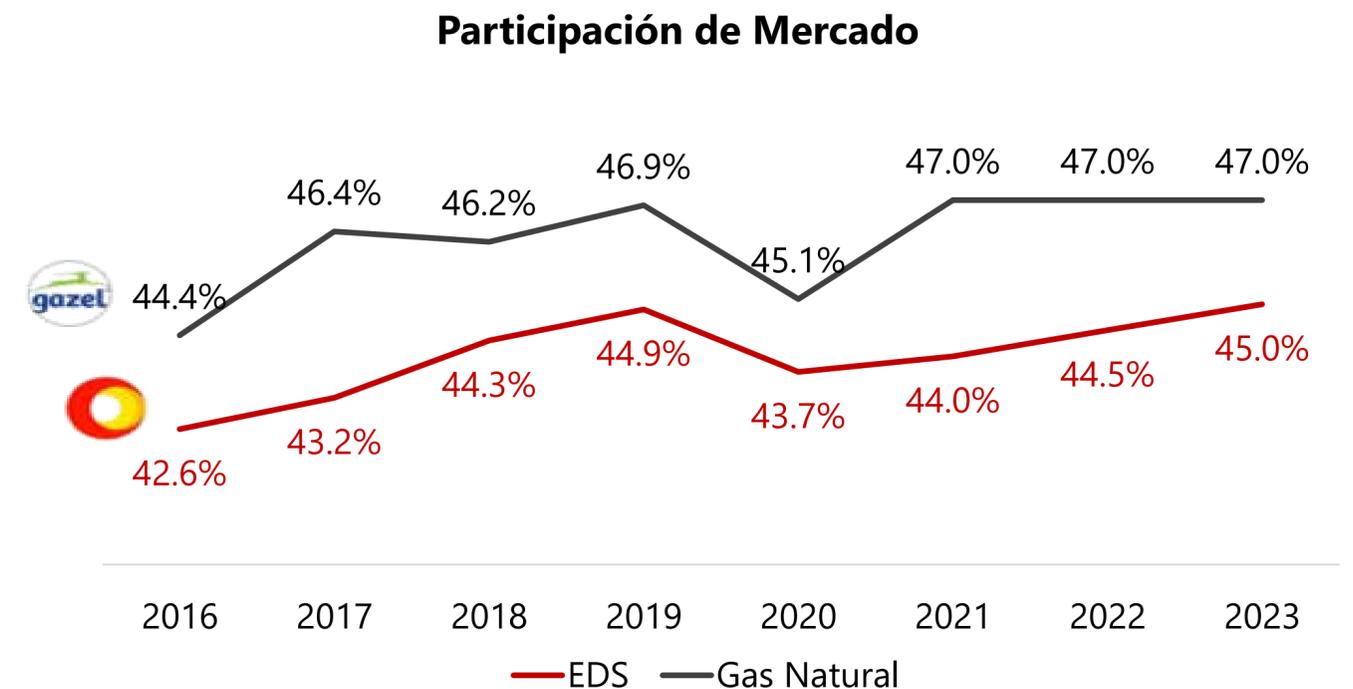
Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable

kortiz@corredores.com

> TESIS DE INVERSIÓN

Principal jugador del mercado de combustibles. Terpel es el jugador más relevante en el mercado colombiano de combustibles, de gas natural vehicular, de combustible para aviones, de lubricantes y, recientemente, de electro movilidad, con cuotas de mercado para junio de 2023 de 45%, 47%, 79%, 36% y 53% (de las operaciones adjudicadas de los sistemas de transporte masivo en Bogotá), respectivamente.

Su posicionamiento competitivo robusto deriva de su red extensa de estaciones de servicio con cobertura nacional. Terpel se compara favorablemente con Primax Colombia, segundo jugador en el mercado colombiano, al contar con una diversificación geográfica mayor con presencia en Ecuador, Perú, Panamá y República Dominicana, así como una base mayor de ingresos por líneas de negocio.

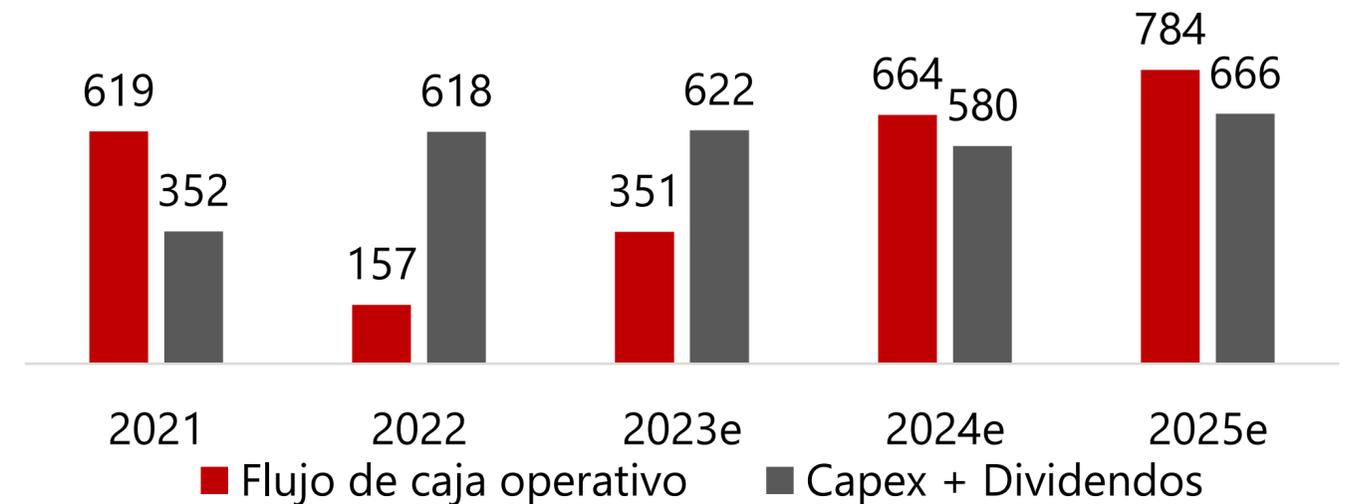


Fuente: Organización Terpel

Sólida generación de caja: Una de las principales fortalezas de Terpel es su capacidad de generación de caja operativa, la cual ha permitido que la compañía ejecute su plan de inversiones con recursos propios y genere un flujo de caja libre positivo, año tras año. Si bien 2022 y 2023 han sido años difíciles en términos de generación de caja, a raíz de los mayores requerimientos de capital de trabajo y mayor costo financiero, consideramos que de cara a 2024 estos efectos se aliviarán, especialmente los asociados a los costos financieros, y permitirán a la compañía continuar con su plan de ejecución de Capex y mantener su política de distribución de dividendos, con un Pay Out de 50%.

Destacamos la flexibilidad de Terpel para ejecutar su CAPEX, pues cerca de 75% de las inversiones son destinadas a expansión y mantenimiento de la red de EDS y servicios de conveniencia, mientras que un 16% para mantenimiento e incremento capacidad en plantas, aeropuertos y fábrica de lubricantes, así como, para dar cumplimiento a temas regulatorios.

Flujo de Caja Operativo vs Capex+Dividendos (COP mil mm)



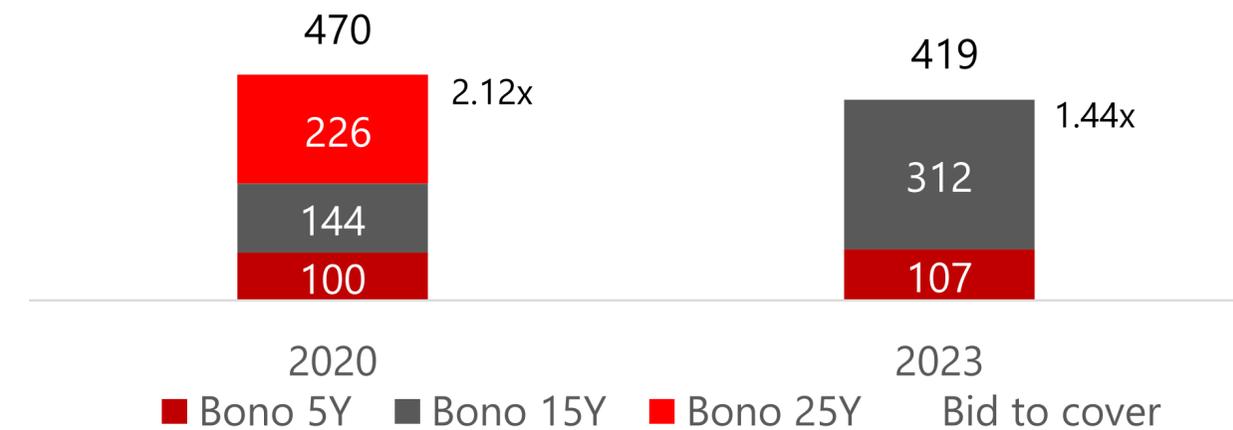
Fuente: Organización Terpel | Cálculos: Davivienda Corredores.

Sólido acceso al mercado de capitales. Terpel se ha consolidado como un emisor activo en el mercado de capitales colombiano, lo cual ha sido una gran ventaja en momentos de mayores necesidades de financiación como las actuales.

Al corte del 2T23, Terpel contaba con un vencimiento de deuda para 2023 de COP 728 mil mm el cual pudo refinanciar en parte con una emisión de Bonos Ordinarios denominados en IPC a 5 y 10 años por COP 419 mil mm. Sumado a esto, la compañía espera realizar otra emisión antes de finalizar el año para refinanciar el remanente de los vencimientos para 2023.

En este sentido, consideramos que la credibilidad que ha forjado el emisor durante su historia en el mercado de capitales, específicamente en el de renta fija, le permite tener una flexibilidad financiera y así proteger la caja de la compañía.

**Financiación en Colombia
(COP mil mm)**

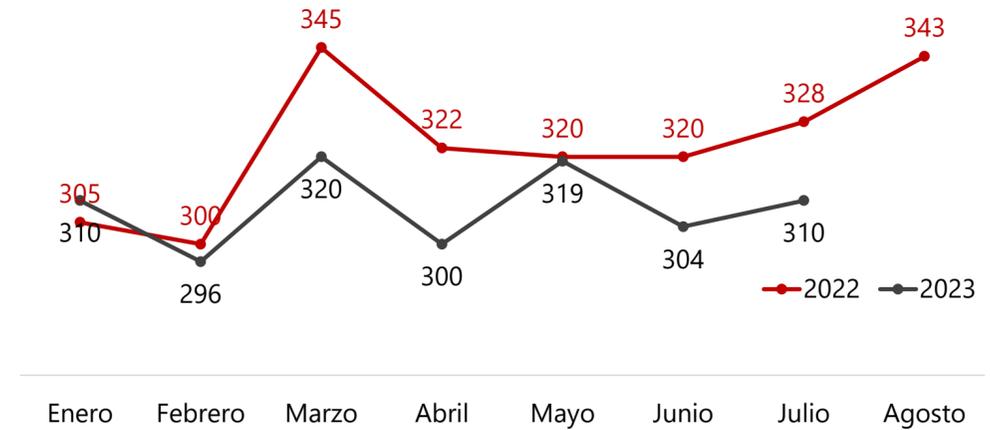


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores.

> R I E S G O S

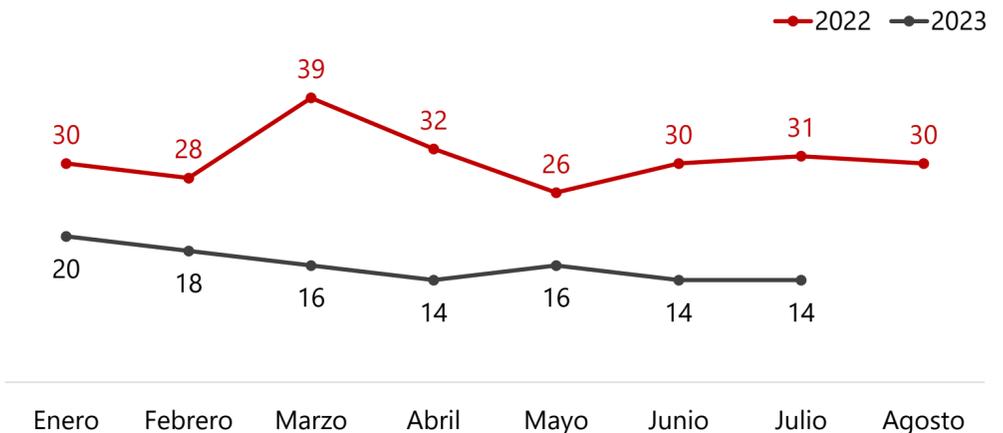
Menor demanda de combustibles. Durante lo corrido de 2023, Colombia ha experimentado una desaceleración importante en la demanda de combustibles. Según datos de la Cámara Colombiana de Bienes y Servicios de Petróleo, Gas y Energía (Campetrol), en medio de la coyuntura del alza de los precios del galón de gasolina mes a mes, la demanda se ha contraído 5.5% anual, con cifras a julio de 2023. De igual manera, el consumo de Jet Fuel ha caído respecto a julio de 2022 un 54.8%, equivalente a 17 mil barriles promedio diarios. En este sentido y, en línea con las declaraciones del Gobierno Nacional que ha enfatizado que se mantendrán las alzas en el precio de la gasolina motor corriente con el fin de cerrar el déficit del FEPC (Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles), consideramos que la demanda seguirá afectándose y no descartamos un escenario más adverso al incorporado en nuestras estimaciones; proyectamos una caída de los volúmenes de venta de 1% para 2023 y un crecimiento marginal durante 2024 de 0.5%

Demanda de combustibles líquidos*



Fuente: Campetrol | *KBPD Combustibles

Demanda de combustibles Jet



Fuente: Campetrol | *KBPD Jet -JPA

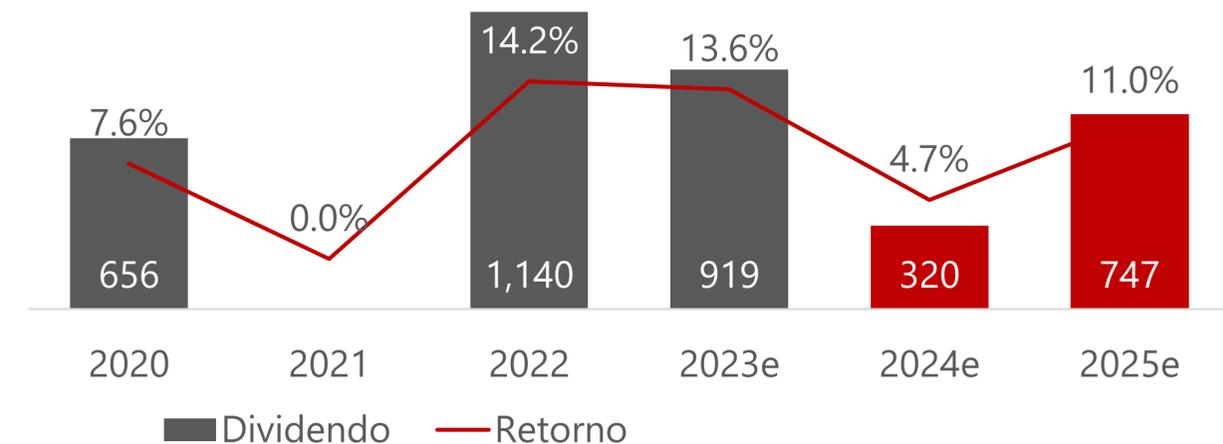
Bajo dividendo limitaría desempeño de la acción en 2024.

Durante los últimos años, debido a los bajos niveles de negociación en el mercado de capitales colombiano, el desempeño de la acción de Terpel ha estado muy determinado por el pago de dividendos. Especialmente porque debido al bajo precio de mercado respecto al desempeño financiero de la compañía, el retorno por dividendos para los inversionistas ha resultado bastante atractivo en los últimos años.

Sin embargo, debido a las afectaciones de mayores costos de las materias primas, el aumento de los gastos financieros y el efecto negativo del decaje en los resultados, estimamos que la utilidad neta de la compañía se ubicará en COP 116 mil mm, significando un dividendo de COP 320/acción, lo que a su vez resultaría en un retorno por dividendos de 4.7%, por debajo de varias compañías del COLCAP.

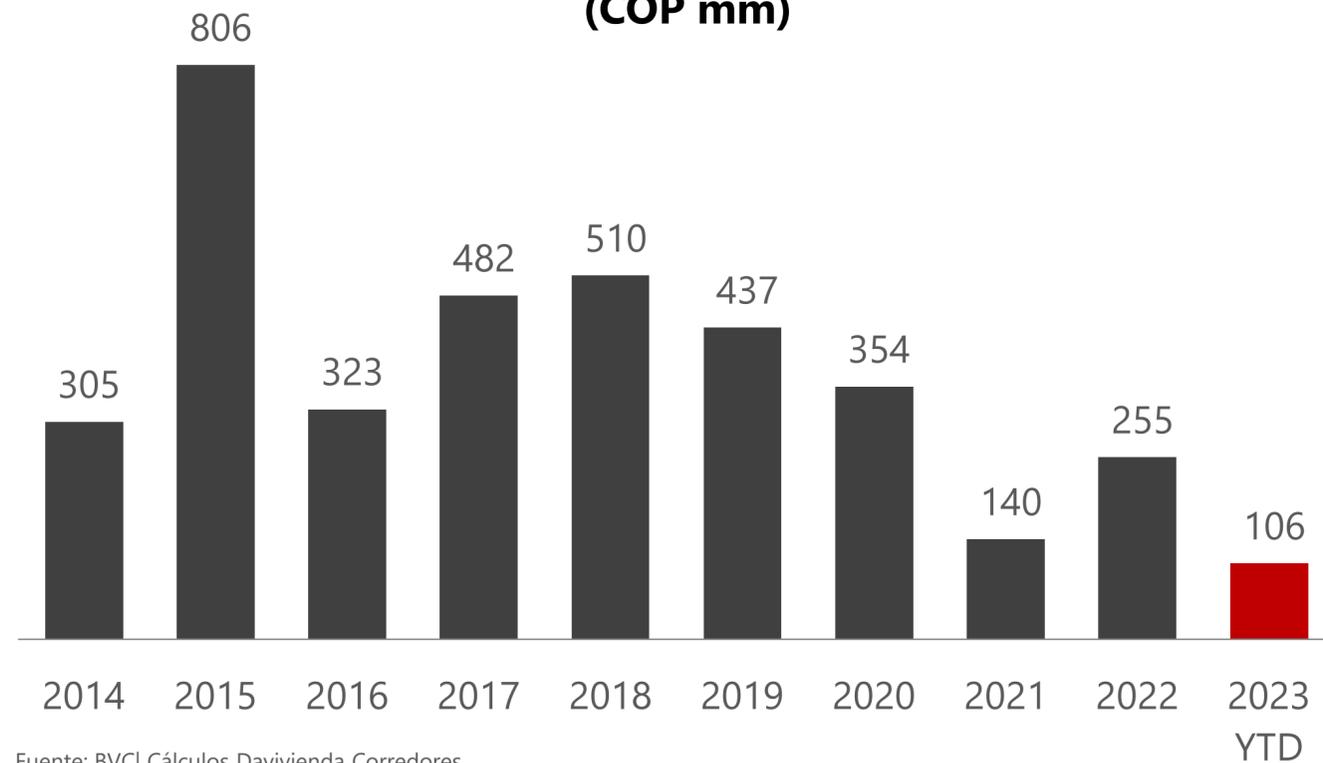
En este sentido, el dinamismo de la acción durante 2024 se verá aún más limitado por falta de catalizadores como el retorno por dividendos.

**Dividendo & Retorno
(COP, %)**



Fuente: Terpel | Cálculos: Davivienda Corredores.

**Volúmenes promedio de negociación
diarios de la acción
(COP mm)**



Fuente: BVC | Cálculos Davivienda Corredores

Fuerte castigo frente a su valor justo se acentúa por baja liquidez de la acción. Al igual que el mercado accionario colombiano, la baja liquidez de negociación ha venido afectando sustancialmente la correcta formación de precios en las acciones, desconociendo los fundamentos financieros de las compañías. Sumado a esto, la baja ponderación dentro del índice MSCI COLCAP (0.39%), debido a su flotante de 20%, limita la visibilidad de la acción de Terpel.

Respecto a su ponderación en el índice, es clave resaltar que, si bien es una de las compañías con menor participación en este, aún está lejos de ser la más pequeña, ya que acciones como PF Corficolombiana, Mineros y ETB se encuentran por debajo de Terpel, lo cual en el caso de entrada de emisores nuevos (Éxito o PEI), la acción de Terpel aún seguiría siendo parte del índice.

> Terpel

Ficha técnica

Distribuidor colombiano de gas y otros combustibles sólidos y líquidos y productos conexos. El accionista mayoritario es COPEC de Chile con 56.18%. Para expandir sus operaciones internacionales, en 2006 Terpel adquirió Accel, empresa distribuidora de petróleo en Panamá; en 2008 compró Gazel para la distribución de GNV; en 2009 expande la línea de GNV entrando a Perú; en 2011 entra a República Dominicana con su línea de negocio de aviación, operando en seis aeropuertos; en 2018 adquirió las operaciones de Exxon Mobil combustibles en Perú, Ecuador y lubricantes en Colombia.

Balance General Consolidado

	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos Corrientes	3,164	4,519	4,167	5,197	5,554
Activos Corrientes	3,164	4,519	4,167	5,197	5,554
Activos No Corrientes	4,996	5,720	5,668	5,764	5,815
Total Activos	8,161	10,239	9,835	10,960	11,369
Pasivo Corriente	2,179	3,616	3,995	5,248	5,702
Pasivo No Corriente	3,406	3,614	3,103	2,763	2,501
Total Pasivos	5,585	7,230	7,099	8,011	8,204
Patrimonio atribuible	2,575	3,008	2,736	2,949	3,165
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	8,161	10,239	9,835	10,960	11,369
Pasivos/Activos	68.4%	70.6%	72.2%	73.1%	72.2%
Deuda Neta/EBITDA	2.36x	2.82x	3.83x	3.66x	3.73x

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos Operacionales	23,143	35,456	36,710	37,286	37,896
Colombia	16,830	24,308	24,346	24,413	24,487
Panamá	2,698	4,967	5,440	5,743	6,062
Ecuador	2,056	3,060	3,230	3,291	3,353
Perú	1,020	1,888	2,420	2,573	2,734
República Dominicana	538	1,233	1,273	1,267	1,261
Costo de Ventas	(20,774)	(32,550)	(33,620)	(33,917)	(34,473)
Utilidad Bruta	2,369	2,906	3,090	3,368	3,423
Gastos Operacionales	(1,668)	(2,058)	(2,434)	(2,514)	(2,601)
Utilidad Operacional	701	848	656	854	822
Utilidad Neta	376	333	116	271	352
EBITDA	1,199	1,419	1,132	1,280	1,301
Margen Bruto	10.2%	8.2%	8.4%	9.0%	9.0%
Margen Operacional	3.0%	2.4%	1.8%	2.3%	2.2%
Margen Neto	1.6%	0.9%	0.3%	0.7%	0.9%
Margen EBITDA	5.2%	4.0%	3.1%	3.4%	3.4%
ROE	14.6%	10.5%	4.3%	9.2%	11.1%
ROA	4.6%	3.3%	1.2%	2.5%	3.1%
ROIC	9.2%	7.7%	7.5%	10.1%	10.1%

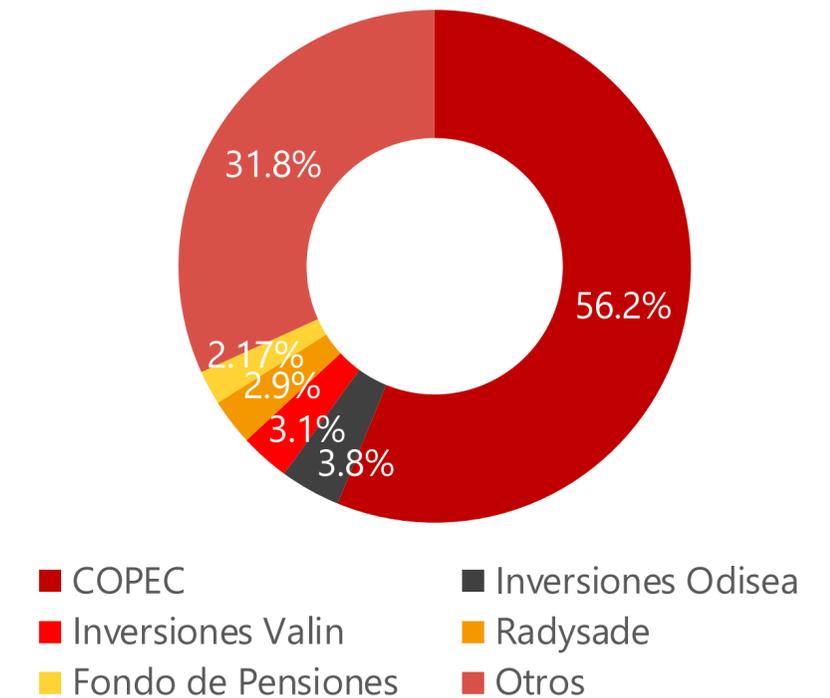
> Terpel

Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	181	181	181	181	181
Cap. Bursátil (COP mil millones)	1,876	1,457	1,208	1,208	1,208
Precio (COP/acción)*	10,340	8,030	6,660	6,660	6,660
VL (COP/acción)	14,193	16,581	15,079	16,253	17,443
UPA (COP/acción)	2,071	1,838	641	1,494	1,938
Deuda Total**	3,532	4,582	4,836	5,722	5,914
Deuda Neta**	2,826	3,999	4,335	4,688	4,851
P/VL	0.73x	0.48x	0.44x	0.41x	0.38x
P/U	4.99x	4.37x	10.39x	4.46x	3.44x
EV/EBITDA	3.92x	3.85x	4.90x	4.61x	4.66x
EV/Ventas	0.20x	0.15x	0.15x	0.16x	0.16x
Retorno por dividendos	0.0%	14.2%	13.8%	4.8%	11.2%
Dividendo por acción	0	1,140	919	320	747

*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

Composición accionaria



Fuente: Organización Terpel

> VALORACIÓN

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos dos metodologías: i) Flujo de caja libre, que tiene un peso de 80% en nuestro Precio Objetivo, ii) Valoración por múltiplos de mercado con los múltiplos EV/EBITDA 2024E y P/U 2024E al que transan los pares de Terpel, con un peso de 10% cada una.

Flujo de caja libre. El valor justo 2024FA obtenido es COP 14,634/acción. Los parámetros usados son: WACC de 12.07%, beta de 0.6x, costo del equity (Ke) de 18.5% y tasa de crecimiento a perpetuidad de 1.0%. La perpetuidad considera un escenario de una menor tasa de crecimiento en los volúmenes de venta en EDS, dadas las perspectivas de la UPME.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/ EBITDA 2024E de 5.1x y P/U 2024E de 8.9x al que transan los pares de Terpel.

Método	Peso	P.O
FCL @12.07%	80%	14,634
EV/EBITDA 2024E @5.1x	10%	9,820
P/U 2024E @9x	10%	13,361
Valor Justo 2024FA	100%	14,000

**Potencial
de Valorización 110%**