



Terpel

Nuevamente, un gran dividendo

Valor Justo:

COP 18,900

Comprar

Potencial: **139%**

Riesgo: **Alto**

Cierre: **7,900**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	14.33
Dividendo anual 2023E (COP)	1,247
Retorno por dividendo	15.8%
%MSCI Colcap	0.4%
# Acciones (mm)	181mm
P/VL actual	0.51x
P/U actual	3.20x

El liderazgo de la compañía en la región, junto a un sólido historial de crecimiento patrimonial, sitúan a Terpel como una compañía destacada dentro del mercado colombiano.

La compañía ha venido incursionando y fortaleciendo su presencia en nuevos segmentos de mercado, como lo es el de cargas eléctricas de vehículos, lo cual, junto a sus estrategias de expansión en las líneas tradicionales, le permitirán seguir creciendo, tanto en participación de mercado como en generación de ingresos.

Sin embargo, consideramos que los escenarios de desaceleración económica podrían impactar los volúmenes en el corto plazo, afectando la generación de utilidades.

¿POR QUÉ COMPRAR?

La compañía ha mejorado sustancialmente a nivel de rentabilidad, dadas la eficiencias alcanzadas durante los últimos años. Lo cual, sumado a la creación de valor a sus accionistas a lo largo de su historia, no se ve reflejado en el precio actual de la acción.

Es por esto que el atractivo retorno por dividendos y el potencial de valorización nos llevan a mantener nuestra recomendación.

Autores

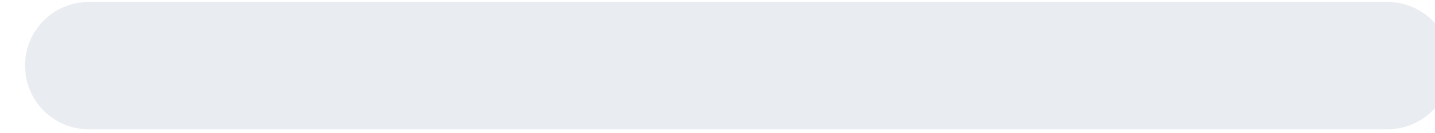
Julián Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





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

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Disponible	606	706	487	530	575
Propiedad, planta y equipo	3,139	3,548	3,881	4,026	4,166
Otros Activos	3,319	3,906	5,586	6,030	6,507
Total Activos	7,064	8,161	9,954	10,585	11,248
Obligaciones Financieras	3,426	3,532	3,532	2,844	2,866
Otros pasivos	1,640	2,053	3,621	4,723	5,106
Total Pasivos	5,066	5,585	7,153	7,567	7,972
Patrimonio atribuible	1,998	2,575	2,801	3,018	3,275
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	1,999	2,575	2,802	3,018	3,276
ROAA	-0.6%	4.6%	4.5%	4.1%	4.6%
ROAE	-2.0%	14.6%	16.1%	14.4%	15.7%
ROIC	3.4%	9.2%	10.7%	10.2%	10.5%

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.

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos Operacionales	16,390	23,143	35,574	38,661	41,997
Costos de Ventas	(14,822)	(20,774)	(32,357)	(35,027)	(38,035)
Utilidad Bruta	1,567	2,369	3,218	3,634	3,962
Gastos Operacionales	(1,392)	(1,580)	(2,172)	(2,528)	(2,766)
Utilidad Operacional	165	774	972	874	944
Utilidad Neta	-40	376	452	434	515
EBITDA	488	1,199	1,409	1,314	1,442
Margen Bruto	9.6%	10.2%	9.0%	9.4%	9.4%
Margen Neto	-0.2%	1.6%	1.3%	1.1%	1.2%
Margen EBITDA	3.0%	5.2%	4.0%	3.4%	3.4%



COMPARTIR

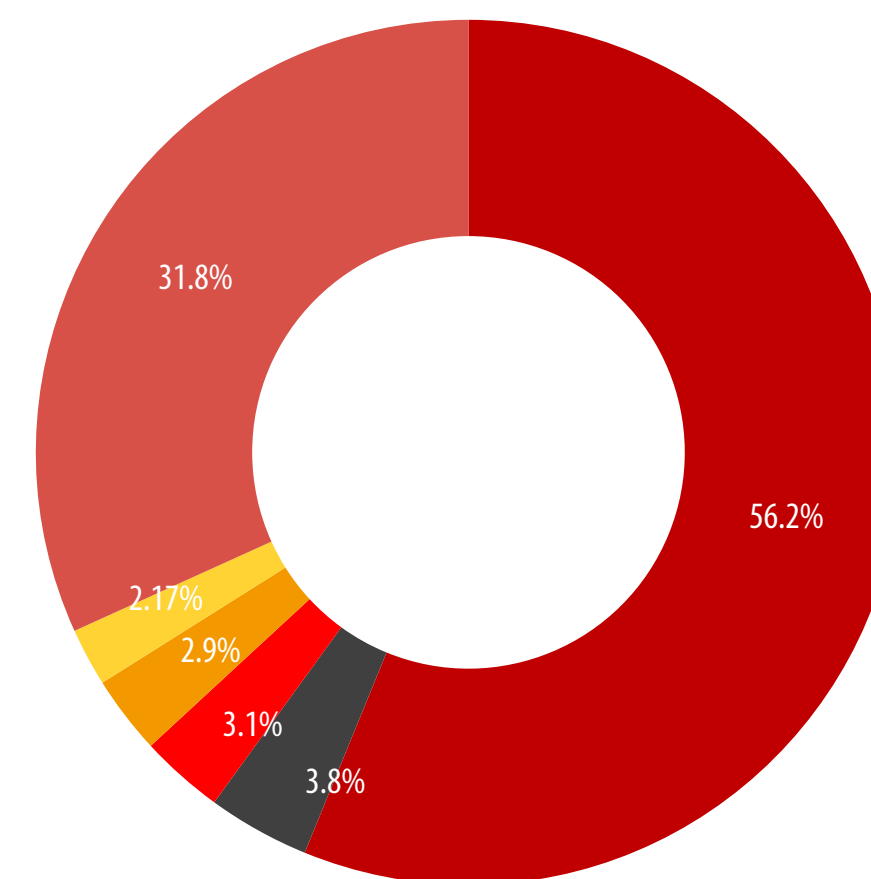
- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	181	181	181	181	181
Cap. Bursátil	15,603	18,759	14,333	14,333	14,333
Precio (COP/acción)*	8,600	10,340	7,900	7,900	7,900
VL (COP/acción)	11,015	14,193	15,440	16,635	18,054
UPA (COP/acción)	-219	2,071	2,493	2,391	2,837
P/VL	0.78x	0.73x	0.51x	0.47x	0.44x
P/U	-39.3x	5.0x	3.2x	3.3x	2.8x
Retorno por dividendos	13.6%	2.5%	14.4%	15.8%	15.1%
Dividendo por acción (COP)	1,168	260	1,140	1,247	1,195

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



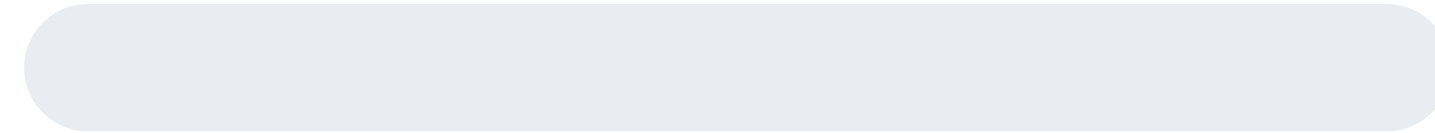
■ COPEC ■ Inversiones Odisea ■ Inversiones Valin ■ Radysade ■ Fondo de Pensiones ■ Otros

Fuente: Organización Terpel

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





TESIS DE INVERSIÓN

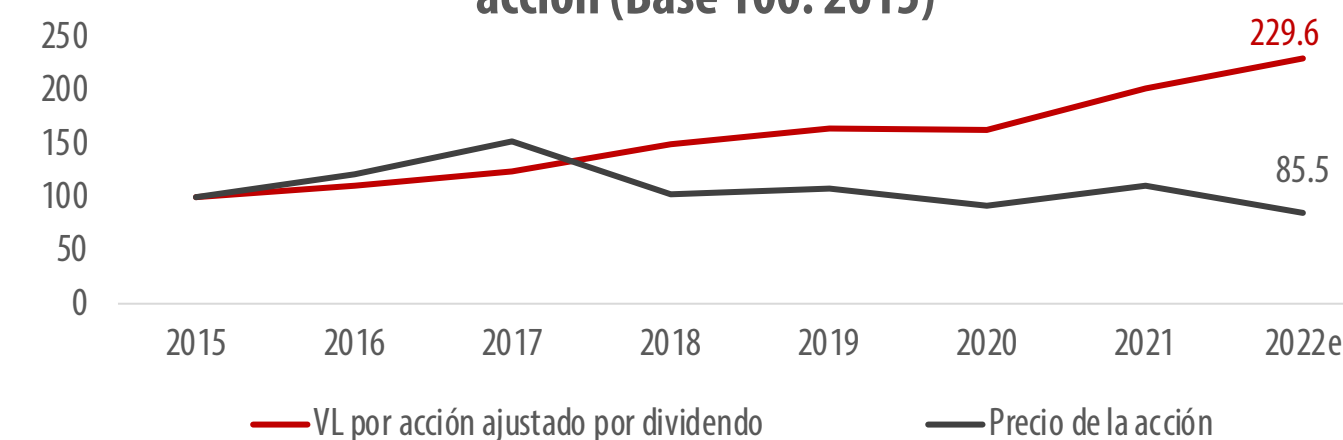
Atractivo retorno por dividendos junto a un destacado crecimiento patrimonial. El crecimiento patrimonial de una compañía es uno de los indicadores que permite evaluar la creación de valor que genera a sus accionistas. Es por esto, que si evaluamos el crecimiento del valor en libros por acción sumando los dividendos distribuidos, se evidencia que Terpel ha logrado más que duplicar el valor patrimonial por acción durante los últimos 7 años.

Sin embargo, tal crecimiento ha sido desconocido por el mercado durante los últimos años, ya que la acción desde 2017 ha venido perdiendo valor, lo cual consideramos no refleja lo ya mencionado, ni la estrategia de la compañía de cara a los próximos años.

Por su parte, debido a que Terpel ha sido una fuente importante de dividendos para su matriz COPEC, consideramos que la política implementada hasta la fecha, de una distribución del 50% de

utilidades, se mantendrá; lo que llevaría a la compañía a entregar un dividendo para el año 2023 de COP 1,247/ acción, equivalente a un *dividend yield* cercano al 16%.

Evolución del VL ajustado por dividendos vs Precio de la acción (Base 100: 2015)



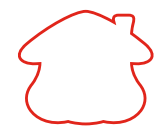
Fuente: Organización Terpel | Cálculos: Davivienda Corredores.

Dividend Yield: 16%



COMPARTIR

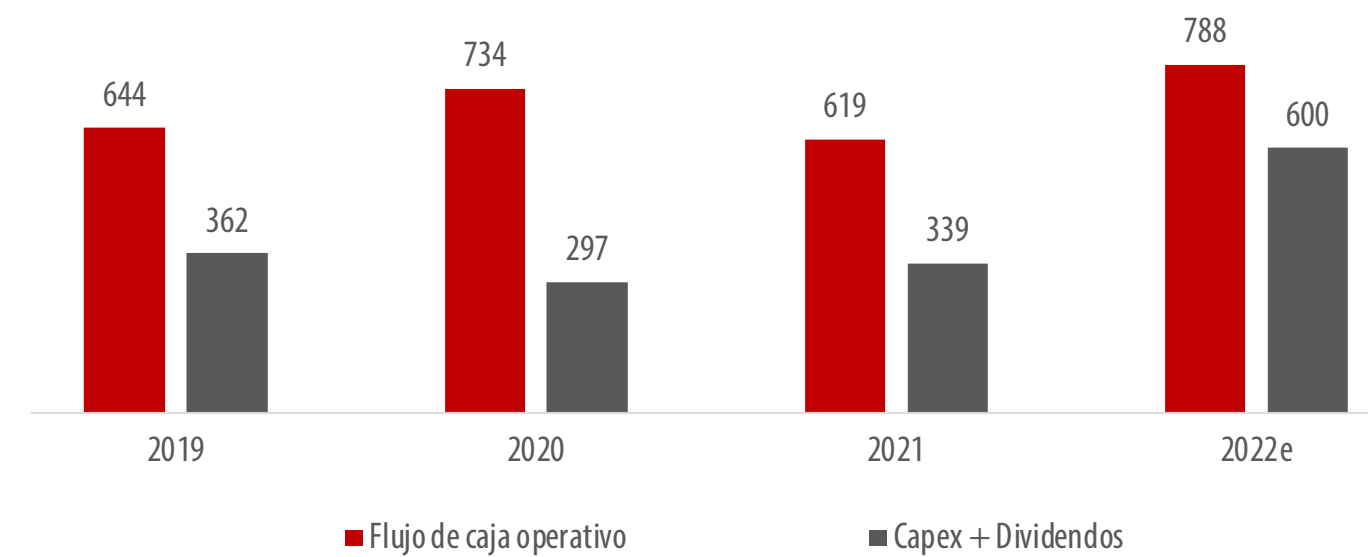
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Flujo de caja operativo suficiente para adelantar su plan de CAPEX: 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. De hecho, esto es lo que ha permitido un rápido desapalancamiento después de la adquisición de Exxon Mobil en 2018, y que la compañía cuente con la capacidad para mantener una atractiva distribución de dividendos.

Estimamos que el flujo de caja operativo se mantendrá por encima de COP 700 mil millones anuales, cifra suficiente para cubrir el plan de inversiones y mantener un flujo de caja libre positivo. Destacamos la flexibilidad de Terpel para ejecutar su CAPEX, pues cerca del 50% está destinado a expansión y el monto restante corresponde a inversiones mínimas para garantizar la operación de la compañía. Esto constituye una gran fortaleza en el escenario actual, donde las tasas de interés representan un gran reto para las compañías a la hora de financiar sus planes de expansión.

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



Fuente: Organización Terpel | Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



Consolidado en la región. Terpel se ha consolidado como una de las empresas líderes en el mercado de combustibles en la región. Actualmente, se ubica como el jugador número uno en Colombia, con una participación de mercado del 41% en estaciones de servicio (EDS), 47% en Gas Natural Vehicular y 85% en el mercado de aviación. De igual manera, en países como Panamá, Perú y República Dominicana, se consolida como el segundo jugador de la industria.

Tales hitos los ha logrado mediante inversiones importantes, cercanas al 50% del EBITDA, durante los últimos años. Estas han estado enfocadas en mejorar la infraestructura de EDS, expansión de la red e incrementó de la capacidad instalada de plantas y aeropuertos.

Finalmente, las inversiones en la transformación del negocio, con iniciativas como Voltex Colombia, la red de estaciones de servicio eléctrica, le permitirán a Terpel seguir creciendo, tanto en Colombia como las demás regionales.



Ranking	% Part. Mercado	Líneas de negocio
1	41% EDS & Ind. 47% GNV 79% Aviación	EDS, GNV, Aviación, Industria, Marinos, Electro movilidad
2	37% EDS & Ind. 3% Aviación	EDS, GNV, Aviación, Industria, Marinos
2	10% GNV 33% Lubes 6% Aviación	GNV, Lubes, Aviación, Industria, Marinos
3	13% EDS & Ind. 8% Lubes	EDS, GNV, Lubes, Industria, Marinos
2	36% Aviación	Aviación, Industria, Marinos

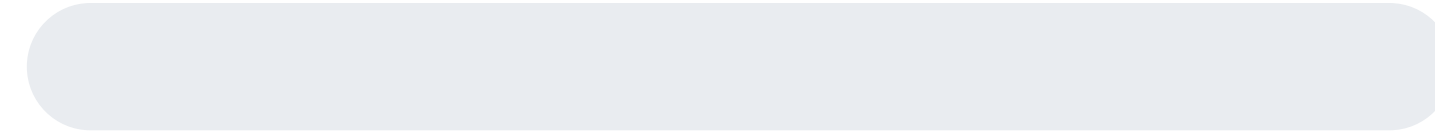
EDS Líquidos
 Gas Licuado de Petróleo
 Gas Natural

Movilidad Corporativa
 Servicios Complementarios
 Electro movilidad

Industria
 Aviación
 Marinos
 Lubricantes

COMPARTIR





RIESGOS

Demanda de volúmenes de venta. Una desaceleración de la economía mundial y regional, pone en riesgo la dinámica de ventas de la compañía. Las mayores tasas de interés, junto a un mayores nivel de inflación, podrán afectar la dinámica de consumo de los hogares y las empresas. Si bien consideramos que los efectos más inmediatos se pueden dar en el consumo de gasolina y Jet Fuel, dada la relación más directa con la dinámica de consumo, no descartamos afectaciones adicionales en la demanda de este tipo de combustibles, por encima de nuestras estimaciones que consideran una reducción de los volúmenes vendidos en un 1% en 2023.

Por su parte, el aumento del déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) ha llevado al Gobierno Nacional a subir gradualmente los precios de la gasolina. Si bien no consideramos afectaciones inmediatas en la demanda, sí creemos que un aumento muy fuerte podría tener impactos negativos en los volúmenes vendidos por Terpel, teniendo afectaciones directas en la generación de utilidades.

Finalmente, no hay que perder de vista el comportamiento de los precios del petróleo, ya que de darse una caída considerable del *commodity*, la compañía tendría efectos negativos vía el costo de los inventarios (decalaje).

Variaciones de crecimiento de la demanda basados en nuestro estimado

		Crecimiento demanda gasolina						
		1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%	-1.5%
Crecimiento demanda JetFuel	3.00%	20,600	20,100	19,600	19,100	18,600	18,100	17,600
	2.00%	20,600	20,100	19,500	19,000	18,500	18,000	17,600
	1.00%	20,500	20,000	19,500	19,000	18,500	18,000	17,500
	0.00%	20,500	20,000	19,400	18,900	18,400	17,900	17,500
	-1.00%	20,400	19,900	19,400	18,900	18,400	17,900	17,400
	-2.00%	20,400	19,800	19,300	18,800	18,300	17,800	17,400
	-3.00%	20,300	19,800	19,300	18,800	18,300	17,800	17,300

Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

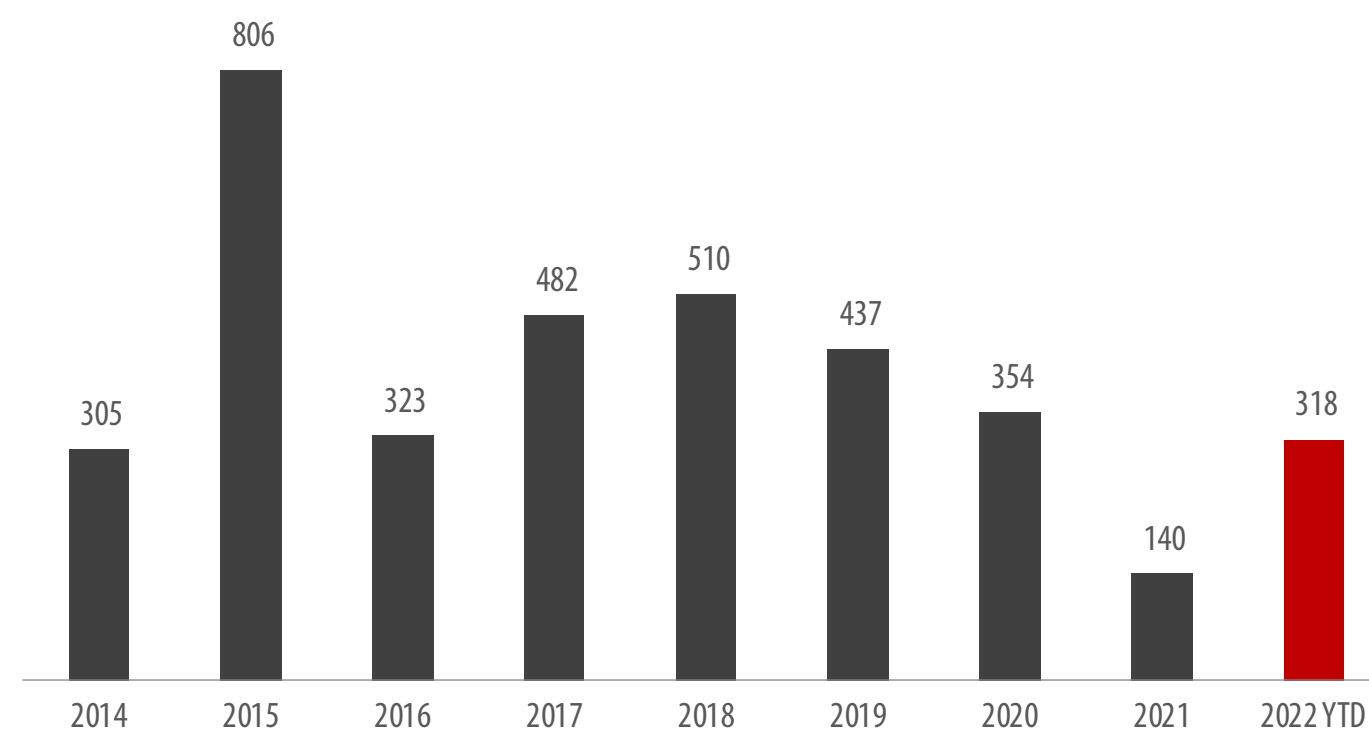
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



COMPARTIR

-
-
-
-
-

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



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores

Liquidez podría seguir limitando una adecuada formación de precios. Al igual que muchas acciones listadas en la BVC, la baja liquidez ha afectado sustancialmente los precios a los que transa la acción, desconociendo los fundamentos financieros de las compañías.

Sumado a esto, la baja ponderación dentro del índice MSCI COLCAP (0.34%), dado el flotante del 20%, creemos que limita la correcta formación de precios para Terpel.

Bajo este escenario, somos conscientes que a pesar de los destacados niveles de rentabilidad y el atractivo retorno por dividendos, le será difícil a la acción materializar su valor justo dados los retos tan importantes que tiene el mercado a nivel de liquidez.

Finalmente, consideramos que el atractivo retorno por dividendos ayudará en el corto plazo a la valorización de la acción; pero al igual que sucedió el año pasado, luego del pago del dividendo no descartamos un retroceso nuevamente.





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 2023E y P/U 2023E al que transan los pares de Terpel, con un peso de 10% cada una.

Flujo de caja libre. El valor justo 2023FA obtenido es COP 16,953/acción. Los parámetros usados son: WACC de 11.3%, beta de 0.6x, costo del *equity* (Ke) de 16% 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 2023E de 5.2x y P/U 2023E de 12.0x al que transan los pares de Terpel.

Método	Peso	P.O
FCL @11.27%	80%	16,953
EV/EBITDA 2023E @5.2x	10%	24,941
P/U 2023E @12x	10%	28,644
Valor Justo 2023FA	100%	18,900

Potencial de Valorización **139%**



COMPARTIR

- 👍
- ✉
- 🐦
- f
- 🗣