



El Oráculo de Terpel

Siguiéndole el paso al financiamiento

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

18 de abril de 2023

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

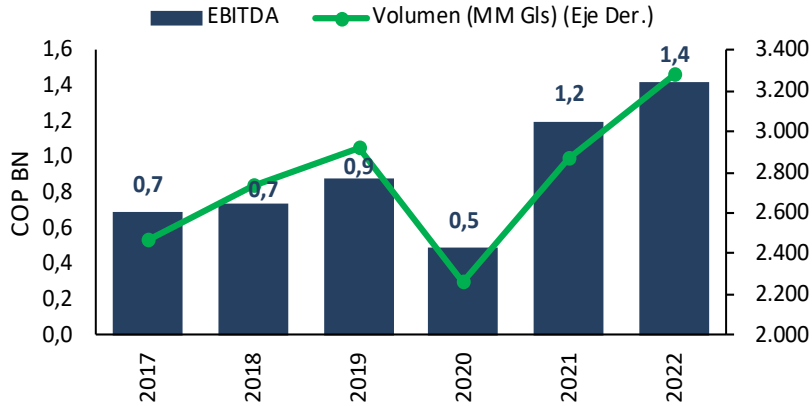
Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

El Oráculo de Terpel

Siguiéndole el paso al financiamiento

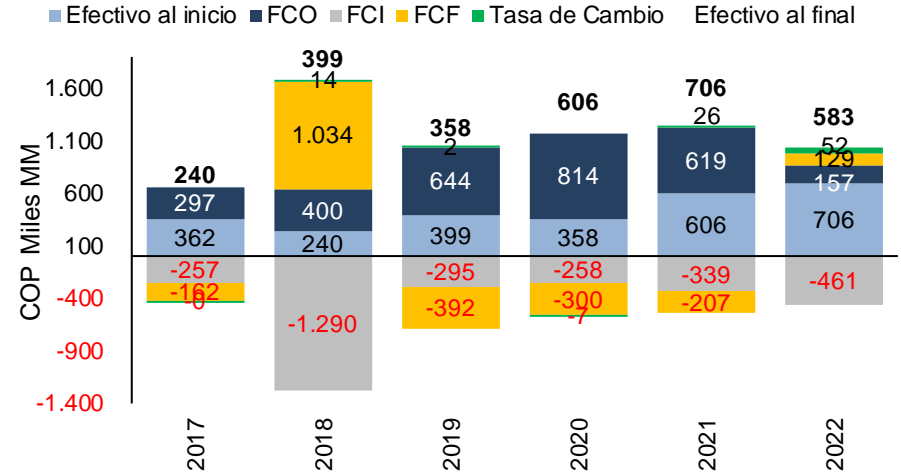


Gráfica 1. Volumen y EBITDA



Fuente: Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Gráfica 2. Flujo de Efectivo



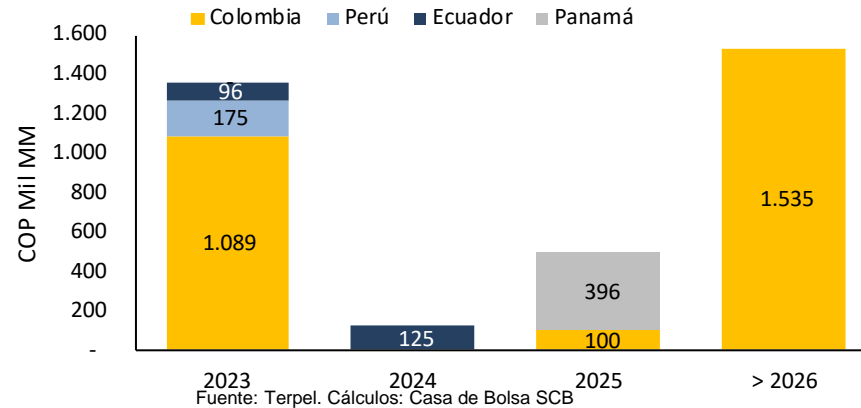
Fuente: Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Principales puntos:

- **Terpel muestra una recuperación operacional sobresaliente en el 2021 y 2022**, con un EBITDA en máximos históricos, jalonado a nivel de volumen y mayores precios de venta indexados a la inflación. **No obstante, a nivel de Flujo de Efectivo**, los recursos en Caja se redujeron al cierre de 2022 debido a mayores necesidades de Capital de Trabajo, el pago de vencimientos de deuda de corto plazo, junto al fuerte crecimiento de los Gastos Financieros, reflejándose a su vez en mayores indicadores de endeudamiento, los cuales podrían presentar cierta persistencia en el 2023 en medio de la desaceleración económica esperada en la región.
- **Aunque los vencimientos de los bonos de junio de 2023** pueden generar algunas presiones de liquidez, la compañía cuenta con recursos en Caja y puede llegar a acudir a créditos bancarios adicionales de corto plazo.

Luego de un 2020 con grandes retos derivados de la pandemia, las cifras operacionales de Terpel en 2021 y 2022 mostraron una recuperación sobresaliente hasta máximos históricos, con el EBITDA finalizando 2022 en COP 1,4 BN (+18,3% A/A) y una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) del 15,5% entre 2017 y 2022 a pesar del Covid-19, soportado en la reactivación económica que se refleja a nivel de volumen (+14,3% A/A y TACC del 5,9%) (Gráfica 1) y mayores precios de venta indexados a la inflación. Sin embargo, mayores Costos y Gastos Operacionales se reflejaron a nivel de margen EBITDA, con un margen del 4% al cierre del 2022 (-118 pbs A/A).

Gráfica 3. Perfil de Vencimiento

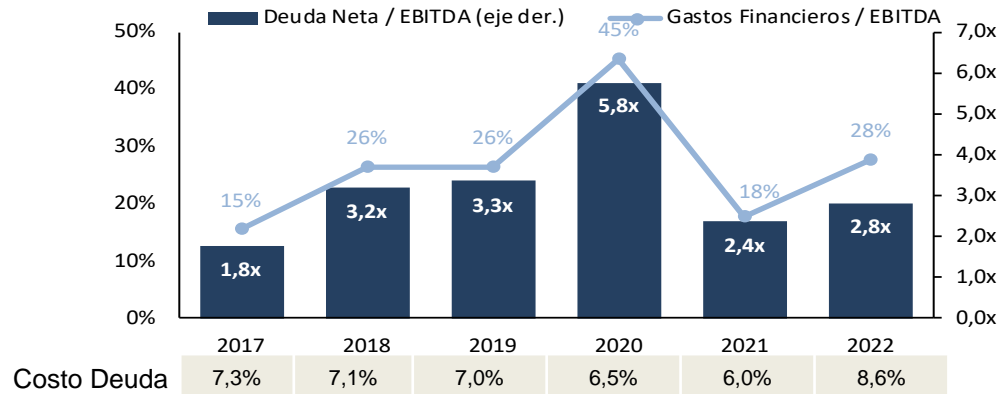


A nivel no operacional, un fuerte aumento en Gastos Financieros (+85,7% A/A) y una mayor tasa impositiva (35% en 2022 frente a 31% en 2021) repercutieron en la Utilidad Neta (-11,3 % A/A). **En este informe vamos a hablar sobre la evolución del Gasto Financiero, el estado del endeudamiento de la compañía, su composición, indexación y efectos a nivel de Flujo de Efectivo.**

A nivel de Flujo de Efectivo, pese a un desempeño sobresaliente del EBITDA, el 2022 finaliza con un nivel de Efectivo de COP 583 mil MM, una reducción del 17,4% A/A, debido al menor Flujo de Caja Operacional (FCO) (-74,7% A/A) dadas mayores necesidades de Capital de Trabajo por el aumento en los precios de los combustibles y los lubricantes en todos los países con operaciones, junto a mayores niveles de inversión (+35,9% A/A). Se presentó el ingreso de efectivo al Flujo de Caja de la Financiación (FCF), incluyendo deuda en Colombia para cubrir vencimientos de deuda de corto plazo, dados los mayores requerimientos de Capital de Trabajo y cubrir parte del vencimiento de bonos en febrero del 2023 (Gráfica 2), junto al fuerte crecimiento de los Gastos Financieros por mayor tasa indexada, la cual corresponde al 82% de su deuda total (59% de su deuda indexada al IPC y el 23% al SOFR (Secured Overnight Financing Rate)). **Tomando en cuenta el Pasivo Financiero**, se observa una mayor concentración en el nivel de endeudamiento de corto plazo, con el 32% de su Pasivo Financiero con vencimiento en 2023 (Gráfica 3), frente al 17% que representaba al cierre del 2021, incluyendo tanto préstamos con entidades de crédito como Bonos corrientes con vencimiento de la serie 10 años (febrero de 2023) y Bonos 5 años (junio de 2023).

Al cierre del 2022, la mayoría de sus Bonos ordinarios tienen indexación al IPC, lo cual en teoría debe ir calzado con la indexación a la inflación de parte de los Ingresos, sin embargo, los movimientos indexados de los Ingresos y el Gasto Financiero se han dado a diferentes ritmos dado el acelerado aumento en la inflación frente al rezago en la indexación del ingreso, pues por ejemplo, la actualización en Colombia del margen al distribuidor mayorista para la gasolina motor corriente y el combustible diésel se actualiza en junio del año en curso con la inflación anual del cierre del año previo (13,12% para 2022).

Gráfica 4. Indicadores de endeudamiento



Fuente: Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Tasa de endeudamiento: Gastos Financieros / Pasivos Financieros

De esta manera, aunque los vencimientos de los bonos de junio de 2023 pueden generar algunas presiones de liquidez, la compañía cuenta con recursos en Caja y puede llegar a acudir a créditos bancarios adicionales de corto plazo. Adicionalmente, consideramos que, acorde a la expresado por la compañía, en la medida en que las condiciones de mercado lo permitan, en el transcurso del año busquen refinanciación y aumentar su exposición a tasa fija, junto a la posibilidad de emisión de deuda en USD, aunque este último punto generaría un riesgo cambiario dado que la mayoría de su EBITDA es en COP y proviene de Colombia (~ 68%). Cabe mencionar que, en su informe de septiembre 2022, Fitch Ratings mencionó que en su calificación (AAA) incorporaba la refinanciación de los próximos vencimientos de deuda con el mantenimiento de una estructura de capital adecuada, aunque observaba una estructura de capital presionada temporalmente. **A nivel de indicadores de endeudamiento** (Gráfica 4), el buen comportamiento del EBITDA ha sido opacado por el marcado aumento en los Gastos Financieros, de la mano de un mayor costo promedio de la deuda, (8,6% en 2022 frente al 6% en 2021), generando que una mayor porción del EBITDA se destine al pago de intereses (18% en 2021 y 28% en 2022). Adicionalmente, el mayor endeudamiento al cual acudió la compañía en el 2022, sumado a una reducción de su Efectivo, se reflejó en el nivel de Deuda Neta / EBITDA, ubicándose en 2,8x al cierre del 2022 frente al 2,4x del 2021, el cual, aunque muestra cierto deterioro, dista de los mayores niveles vistos entre 2018 y 2020.

Estar atentos: La desaceleración económica esperada durante 2023 en América Latina debería reflejarse en las cifras de Terpel, principalmente en los segmentos no regulados como aviación y lubricantes, compensado parcialmente por los márgenes regulados en el segmento de distribución mayorista, junto a riesgos a nivel de EBITDA relacionados con la sensibilidad que pueda tener la demanda frente a los incrementos esperados en el precio de la gasolina. Este comportamiento operacional puede repercutir en los indicadores de endeudamiento, tanto por la concentración de su deuda indexada al IPC como por la menor dinámica operacional, aunque en menor medida pues la indexación del ingreso a una mayor inflación debería compensar el ajuste del Gasto Financiero a una inflación que podría corregir gradualmente a la baja en el 2023, sumado a las dificultades mencionadas previamente para lograr refinanciar parte de los vencimientos de corto plazo a tasas competitivas.

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sánchez	luis.sanchez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Analista Renta Fija	Ana María Reyes	Ana.reyes@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Juan Camilo Gutierrez	juan.gutierrez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suárez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Sector Oil & Gas y Utilities	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6021000
Analista Sector Financiero	Katherine Rojas	Angie.rojas@casadebolsa.com.co	6062100
Analista Sector Consumo & Construcción	Brayan Alvarez	Brayan.alvarez@casadebolsa.com.co	6062100

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Advertencia

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.