

# Organización Terpel S.A.

Las calificaciones de Organización Terpel S.A. (Terpel) consideran su perfil de negocio robusto, respaldado por la estabilidad de su generación operativa dada la elasticidad baja de la demanda de combustibles, su posición competitiva como líder del mercado de distribución y comercialización de combustibles en Colombia, así como los márgenes de comercialización regulados. Su diversificación geográfica y por línea de negocio mitiga los impactos de los ciclos económicos en los países donde opera. Las calificaciones también se sustentan en su extensa red de estaciones de servicio.

Fitch Ratings proyecta que, para el cierre de 2024, los volúmenes de venta seguirán afectados por la menor demanda debido a la desaceleración económica en Colombia y a la reducción de la actividad minera y petrolera, lo cual impacta el segmento industrial. Sin embargo, se estima que la generación operativa se beneficiará del incremento en el margen mayorista, el fortalecimiento de los servicios de conveniencia y la línea de lubricantes, así como de eficiencias operacionales y control de gastos. La liquidez de Terpel aún es ajustada, dado que enfrentan vencimientos por cerca de COP1,26 billones para 2025.

## Factores Clave de Calificación

**Posición Competitiva Robusta:** Terpel es la compañía líder en el mercado de distribución y comercialización de combustibles líquidos y gas natural vehicular (GNV) en Colombia, con una participación de mercado de 44% y 47%, respectivamente a junio de 2024. Su portafolio diversificado incluye una integración vertical en energía, en la cual no solo ofrece combustibles líquidos sino también productos como lubricantes, combustibles para la industria, aviación, marinos y servicios de electromovilidad.

Además, ha fortalecido su línea de negocio de servicios de conveniencia con cerca de 589 puntos en Latinoamérica, de los cuales 398 se ubican en Colombia. Su diversificación geográfica, con operaciones en cinco países de la región (Colombia, Panamá, Ecuador, República Dominicana y Perú), ayuda a mitigar su exposición a diferentes ciclos económicos. Si bien la venta de las operaciones en Ecuador y Perú impactará los volúmenes y el EBITDAR de la compañía, Terpel pretende conservar sus otros segmentos de lubricantes y combustibles industriales, los cuales ofrecen un mayor margen de contribución.

**Generación Operativa Estable:** La generación operativa de Terpel se ha beneficiado de las eficiencias operativas, el control de gastos, los descuentos obtenidos en las negociaciones regionales con los proveedores principales y el aumento en los precios de los combustibles. La agencia estima que el EBITDAR (definido por Fitch) rondará los COP1,8 billones en 2024, beneficiado por eficiencias puntuales alcanzadas en el año como la importación de alcohol y mayores márgenes de contribución. En adelante, se espera que el EBITDAR sea superior a los COP1,6 billones, después de la venta de activos en Perú y Ecuador, respaldado por la estrategia de crecimiento en negocios de mayor valor agregado. Se prevé que la venta de activos se concrete a inicios de 2025 con un impacto estimado cercano a USD8 millones en EBITDAR (cerca de COP16.000 millones).

**FFL Positivo:** Para el cierre de 2024, Fitch proyecta que el flujo de caja operativo (FCO) será cercano a COP876.000 millones, beneficiado por una mayor generación operativa esperada y menores gastos financieros, pese a que se proyectan mayores necesidades de capital de trabajo por el aumento en los precios de combustibles. A partir de 2025, el FCO, soportado en una generación operativa estable y reducciones en las necesidades de capital de trabajo, cubriría las inversiones de capital, estimadas en 2% sobre ingresos, así como la distribución de dividendos cercana a 50% de la utilidad del período. La agencia proyecta un flujo de fondos libre (FFL) positivo cercano a COP85.000 millones en 2024 (2023: COP406.321 millones).

## Calificaciones

### Organización Terpel S.A.

Calificación Nacional de Largo Plazo AAA(col)

Calificaciones Nacional de Corto Plazo F1+(col)

Emisión Bonos Ordinarios 2013 por hasta COP700.000 millones AAA(col)

Emisión Bonos Ordinarios 2015 por hasta COP700.000 millones AAA(col)

Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y Papeles Comerciales por COP2.780.000 millones de Largo Plazo AAA(col)

Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y Papeles Comerciales por COP2.780.000 millones de Largo Plazo F1+(col)

### Perspectivas

Calificaciones Nacionales de Largo Plazo Estable

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones](#)

## Metodologías Aplicables

[Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Julio 2023\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Diciembre 2020\)](#)

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Diciembre 2023\)](#)

## Publicaciones Relacionadas

[Global Corporates Macro and Sector Forecasts](#)

## Analistas

Juana Liévano  
+57 601 241 3226  
[juana.lievano@fitchratings.com](mailto:juana.lievano@fitchratings.com)

Lina Mora  
+57 601 443 3759  
[lina.mora@fitchratings.com](mailto:lina.mora@fitchratings.com)

**Estructura de Capital Adecuada:** La estructura de capital de Terpel se ha caracterizado por mantener apalancamientos moderados y vencimientos de deuda distribuidos en el tiempo, lo cual le otorga flexibilidad financiera para absorber impactos. Si bien para 2025 la posición de liquidez luce ajustada debido a vencimientos de deuda por cerca de COP1,26 billones, que representan cerca de 39% de la deuda total, Fitch espera que Terpel refinance parte de los vencimientos a plazos más largos. Para el cierre de 2024, la agencia prevé que las relaciones de deuda ajustada a EBITDAR y deuda neta ajustada a EBITDAR serán cercanas a 2,2x y 1,7x, respectivamente. En los años siguientes, los indicadores de apalancamiento se mantendrían inferiores a 2,5x.

**Importancia Estratégica para la Matriz:** La agencia evalúa positivamente la participación de Copec S.A. (Copec) [BBB; Perspectiva Estable] como accionista controlador de Terpel (58,5%). De acuerdo con la “Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria” de Fitch, el enfoque utilizado para el análisis es el de una matriz fuerte y una subsidiaria débil. La agencia considera que, si bien no existen cláusulas legales entre ambas compañías, Copec tiene un incentivo alto para apoyar la operación de Terpel dada su importancia estratégica y los vínculos operacionales. La relevancia estratégica de Terpel ha permitido a Copec consolidar su presencia internacional y fortalecer su posición competitiva en la región. Fitch considera positivo el acompañamiento de la matriz en todos los procesos estratégicos y operativos de la compañía. Las operaciones de Terpel son una fuente importante de EBITDA (más de 35% del EBITDA consolidado) y dividendos para su matriz.

## Resumen de Información Financiera

(COP millones)	2022	2023	2024P	2025P
Ingresos	35.455.548,6	36.225.805,5	34.567.107,0	31.399.451,0
EBITDAR	1.416.327,5	1.570.489,4	1.781.704,0	1.584.338,0
Margen de EBITDAR (%)	4,0	4,3	5,2	5,0
Deuda / EBITDAR (x)	3,0	2,6	2,2	2,3
EBITDAR / Intereses + Arrendamientos (x)	3,0	2,3	3,3	3,9

P – Proyección. x – Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

## Derivación de Calificación Respecto a Pares

Terpel es el jugador más relevante en el mercado colombiano con cuotas de mercado de combustibles líquidos (estaciones de servicio e industria) de 44%, de gas natural vehicular de 47%, de combustible para aviones de 69%, de lubricantes de 42% y en electromovilidad de 53% (de las operaciones adjudicadas de los sistemas de transporte masivo en Bogotá), a junio de 2024. Su posicionamiento competitivo robusto deriva de su red extensa de estaciones de servicios con cobertura nacional.

El perfil de negocio de Terpel compara favorablemente con el de Primax Colombia S.A. (Primax Colombia) [AA+(col); Perspectiva Estable], segundo jugador en el mercado colombiano, dado que cuenta 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. Asimismo, los márgenes de rentabilidad de Terpel son mayores y más estables que los de Primax Colombia. Sus estructuras de capital son similares, con niveles de apalancamientos ajustados prospectivos inferiores a 2,5x.

En relación con Biomax Biocombustibles S.A. (Biomax) [AA+(col); Perspectiva Estable], el cuarto jugador en el mercado de distribución mayorista de combustibles líquidos de Colombia por volumen comercializado y el tercero por número de estaciones de servicio (EDS), Terpel cuenta con un perfil de negocio más robusto debido a su escala mayor y diversificación tanto geográfica como por línea de negocio. Biomax presenta márgenes de rentabilidad mayores dada su estrategia más conservadora y centrada en su rentabilidad. Al cierre de 2023, el margen de EBITDAR de Biomax fue de 5,6%, mientras que el de Terpel fue de 4,3%. Los apalancamientos prospectivos son similares, ya que se espera que para Biomax promedien alrededor de 2,4x.

Las calificaciones de Terpel se vinculan con las de Copec dada la importancia estratégica y operativa para su accionista principal.

## Sensibilidades de la Calificación

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:**

- la calificación de ‘AAA(col)’ es la más alta en la escala nacional, por lo tanto, no hay factores para una acción positiva.

**Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:**

- incrementos significativos en las necesidades de capital de trabajo que afecten la generación de caja operativa y que deban financiarse con deuda, deteriorando el perfil crediticio de la compañía;
- políticas de capex o de adquisiciones más agresivas financiadas principalmente con deuda;
- un apalancamiento consolidado deuda total a EBITDA superior a 3x y de deuda ajustada a EBITDAR superior a 3,5x de manera sostenida;
- dado el grado de vinculación de la calificación de Terpel con la calificación de Copec, una reducción en la calificación de esta última podría derivar en una baja en la calificación de Terpel.

**Liquidez y Estructura de la Deuda**

**Liquidez Continúa Ajustada:** Terpel cuenta con una concentración de vencimientos en 2025 de aproximadamente COP1,26 billones, que correspondió a 39% de la deuda total frente a una caja de COP850,519 millones a junio de 2024 (incluyendo la caja de las operaciones de Ecuador), lo cual implica una razón de liquidez inferior a 1x. Al considerar el acceso probado a los mercados locales bancario y de capitales, Fitch proyecta que la compañía refinanciará la deuda a plazos más amplios dadas las mejoras en las condiciones de mercado que le brindaría flexibilidad financiera adicional y mejoraría su posición de liquidez.

A junio de 2024, Terpel tenía cupos de crédito no comprometidos por aproximadamente COP2,5 billones en Colombia y USD72 millones en los demás países donde opera. El fortalecimiento de la posición de liquidez también tendría respaldo en la expectativa de la estabilidad de la generación operativa, que apalancará tanto el capital de trabajo de la compañía como sus inversiones sin recurrir a mayor endeudamiento.

**Escenario de Liquidez y Vencimiento de Deuda sin Refinanciamiento**

(COP millones)	Dic 2023	Jun 2024
Efectivo Disponible y Equivalentes	916.491	833.776
Inversiones de Corto Plazo	—	—
Menos: Efectivo Disponible y Equivalentes Restringidos	—	—
<b>Efectivo y Equivalentes Disponibles Definidos por Fitch</b>	<b>916.491</b>	<b>833.776</b>
Disponibilidad de Líneas de Crédito Comprometidas	—	—
<b>Total de Liquidez</b>	<b>916.491</b>	<b>833.776</b>
EBITDA de los Últimos 12 Meses	1.423.856	1.786.683
Flujo de Fondos Libres de los Últimos 12 Meses	406.321	603.654

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

Vencimientos de Deuda Programados (COP millones)	Dic 2023	Jun 2024
2024	1.026.703	34.731
2025	414.606	1.259.621
2026	0	—
2027	0	—
2028	300.881	300.913
Después	1.649.211	1.649.277
<b>Total</b>	<b>3.391.401</b>	<b>3.244.542</b>

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

## Supuestos Clave

Los supuestos clave de Fitch en el caso base de la calificación del emisor son:

- volúmenes a 2024 disminuyen cerca de 4,6% debido a una menor demanda de combustibles en Colombia por la desaceleración económica y menor actividad petrolera y minera;
- un decrecimiento de 7,3% en el volumen total para 2025 que incorpora recuperación de volúmenes en Colombia e impactos por la venta de las operaciones en Ecuador y Perú. En adelante se proyecta un crecimiento de volúmenes de venta de 1,2% promedio anual;
- a 2024, ingresos disminuyen cerca de 4,6% y cerca de 9,2% en 2025. En adelante, se espera que crezcan cerca de 3,4% en promedio anual;
- margen de EBITDA promedio de 4,7% y EBITDAR de 5,1%, en el horizonte de proyección;
- política de dividendos equivalente a 50% de utilidad neta del ejercicio anterior;
- capex similar con plan de negocio de la gerencia, 2% promedio anual de los ingresos;
- se asume una refinanciación de la deuda a plazos más amplios;
- se contempla un deterioro en inversiones por COP39.000 millones en 2024 por la venta de operaciones en Ecuador y Perú.

## Información Financiera

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>						
Ingresos	23.142.511	35.455.549	36.225.805	34.567.107	31.399.451	31.830.843
Crecimiento de Ingresos (%)	41,2	53,2	2,2	-4,6	-9,2	1,4
EBITDA (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	1.078.610	1.281.079	1.420.489	1.638.572	1.454.323	1.492.196
Margen de EBITDA (%)	4,7	3,6	3,9	4,7	4,6	4,7
EBITDA después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	1.083.893	1.285.849	1.423.856	1.641.972	1.457.757	1.495.664
EBIT	738.017	923.175	1.050.949	1.330.230	1.112.301	1.126.238
Margen de EBIT (%)	3,2	2,6	2,9	3,8	3,5	3,5
Intereses Financieros Brutos	-145.876	-313.376	-486.063	-393.932	-278.514	-247.260
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	587.011	546.503	464.727	714.866	749.948	794.301
<b>Resumen de Balance General</b>						
Efectivo Disponible y Equivalentes	705.837	582.937	916.491	875.327	925.946	974.702
Deuda	2.699.382	3.568.275	3.391.401	3.264.698	2.950.092	2.900.092
Deuda Neta	1.993.545	2.985.338	2.474.910	2.389.371	2.024.146	1.925.390
Deuda Ajustada por Arrendamientos	3.292.309	4.244.520	4.141.401	3.980.358	3.600.170	3.559.101
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>						
EBITDA	1.078.610	1.281.079	1.420.489	1.638.572	1.454.323	1.492.196
Intereses Pagados en Efectivo	-190.958	-345.984	-544.796	-393.932	-278.514	-247.260
Impuestos Pagados en Efectivo	-104.956	-259.314	-223.099	-250.203	-262.482	-278.005
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	5.283	4.771	3.366	3.400	3.434	3.468
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	-75.987	-461.226	79.138	—	—	—
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	724.885	227.834	760.593	1.023.588	942.769	996.667
Margen de FGO (%)	3,1	0,6	2,1	3,0	3,0	3,1
Variación del Capital de Trabajo	-289.945	-419.353	237.900	-147.386	108.382	-14.760
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	434.940	-191.518	998.493	876.202	1.051.151	981.907
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	—	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital (Capex)	-347.635	-460.237	-433.006	—	—	—
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	1,5	1,3	1,2	—	—	—
Dividendos Comunes (Pagados)	-50	-206.593	-159.167	—	—	—
Flujo de Fondos Libre (FFL)	87.255	-858.349	406.321	—	—	—
Margen de Flujo de Fondos Libre (%)	0,4	-2,4	1,1	—	—	—
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.792	-5.391	—	—	—	—
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	25.480	52.446	-58.472	—	—	—
Variación Neta de Deuda	-15.083	688.394	-14.295	-126.703	-314.606	-50.000
Variación Neta de Capital	—	—	—	—	—	—
Variación de Caja y Equivalentes	99.443	-122.900	333.554	-41.164	50.619	48.756
<b>Cálculos para la Publicación de Proyecciones</b>						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	-345.894	-672.221	-592.173	-790.663	-685.926	-883.151
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	89.047	-863.740	406.321	85.539	365.225	98.756
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	0,4	-2,4	1,1	0,2	1,2	0,3
<b>Razones de Apalancamiento (x)</b>						
Deuda/EBITDAR	2,7	3,0	2,6	2,2	2,3	2,2
(FCO-Capex)/Deuda (%)	3,2	-18,3	16,7	7,0	11,0	11,8

(COP millones)	Histórico			Proyección		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Razones de Apalancamiento Neto (x)</b>						
Deuda Neta/EBITDAR	2,2	2,6	2,0	1,7	1,7	1,6
(FCO-Capex)/Deuda Neta (%)	4,4	-21,8	22,8	9,6	16,0	17,8
<b>Razones de Cobertura (x)</b>						
EBITDAR/Intereses + Arrendamientos Estimados						
Cobertura de Cargo Fijo Neto a EBITDAR						

x - Veces

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

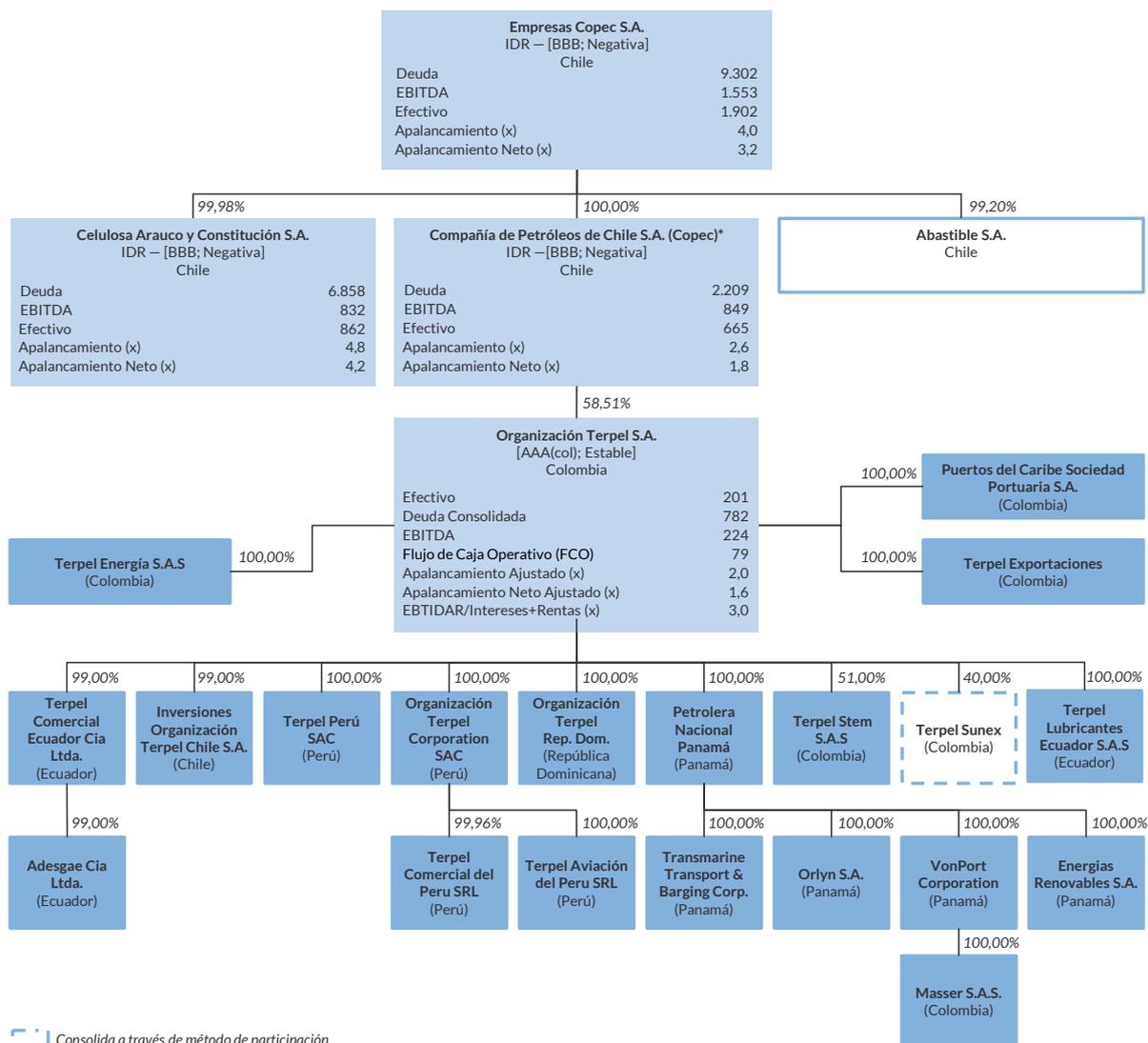
#### Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor calificado. Las proyecciones mencionadas son solamente un componente que Fitch Ratings utiliza para asignar una calificación o determinar una perspectiva de calificación, además de que la información en las mismas refleja elementos significativos, pero no exhaustivos, de los supuestos de calificación de Fitch Ratings sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección, incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch Ratings, si la agencia, a su discreción, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de la divulgación al final de este reporte. Fitch Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad de hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

## Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

### Estructura Organización – Organización Terpel S.A.

USD millones, al 30 de junio de 2024



Consolida a través de método de participación

Compañías Calificadas por Fitch

Subsidiarias que consolidan

IDR – Calificación de riesgo emisor en escala internacional; issuer default ratings. x – Veces.

\*Estados financieros a diciembre de 2023

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

## Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos (COP millones)	Margen EBITDAR (%)	Flujo de Fondos Libres (FFL) (COP millones)	Deuda / EBITDAR (x)	EBITDAR/Intereses + Arrendamientos Estimados (x)
Organización Terpel S.A.	AAA(col)						
	AAA(col)	2023	36.225.805	4,3	406.321	2,6	2,3
	AAA(col)	2022	35.455.549	4,0	-858.349	3,0	3,0
	AAA(col)	2021	23.142.511	5,2	87.255	2,7	3,9
Primax Colombia S.A.	AA+(col)						
	AA+(col)	2023	9.016.862	2,3	-67.566	3,1	3,7
	AA+(col)	2022	7.744.557	2,5	-159.089	3,0	5,1
	AA+(col)	2021	6.088.082	2,9	-28.234	2,7	6,0
Biomax Biocombustibles S.A.	AA+(col)						
		2023	4.494.486	5,6	44.242	2,6	2,0
		2022	3.353.924	5,1	415	3,9	3,3
		2021	2.755.809	5,2	78.639	2,3	5,8
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2023	1.730.810	13,3	-85.972	1,9	2,0
	AAA(col)	2022	1.523.408	13,1	39.809	2,1	3,5
	AAA(col)	2021	1.236.809	14,8	12.473	1,9	5,8
Vanti S.A. E.S.P.	AAA(col)						
	AAA(col)	2023	3.805.792	15,9	-121.361	0,9	14,5
	AAA(col)	2022	3.370.956	14,2	103.633	1,1	16,4
	AAA(col)	2021	2.946.796	12,7	-108.382	1,3	22,1
Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P. - Surtigas S.A. ESP	AAA(col)						
	AAA(col)	2023	1.353.778	15,3	-91.371	1,6	2,2
	AAA(col)	2022	1.256.640	14,3	-72.269	2,9	4,1
	AAA(col)	2021	1.055.575	14,3	-94.626	2,2	7,6

x - Veces

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Reportes de las compañías

## Información Financiera Ajustada por Fitch

(COP millones) Cifras al 31 de diciembre de 2023	Notas y Fórmulas	Valores Reportados	Ajustes por Dividendos Preferentes, Asociados y Minoritarios		Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
<b>Resumen de Estado de Resultados</b>						
Ingresos		36.225.805	–	–	–	36.225.805
EBITDAR	(a) = (c-b)	1.457.585	–	–	112.905	1.570.489
Arrendamiento Operativo	(b)	–	–	-150.000	–	-150.000
EBITDA	(c)	1.457.585	–	-150.000	112.905	1.420.489
Depreciación y Amortización		-457.748	–	88.209	-0	-369.540
EBIT		999.836	–	-61.792	112.905	1.050.949
<b>Resumen de Deuda y Efectivo</b>						
Deuda	(d)	3.391.401	–	–	–	3.391.401
Otra Deuda fuera de Balance		–	–	–	–	–
Arrendamiento Equivalente a Deuda	(e)	–	–	750.000	–	750.000
Deuda Ajustada por Arrendamientos	(f) = (d+e)	3.391.401	–	750.000	0	4.141.401
Efectivo Disponible y Equivalentes	(g)	916.491	–	–	–	916.491
Efectivo y Equivalentes Restringidos		–	–	–	–	–
<b>Resumen del Flujo de Efectivo</b>						
EBITDA	(c)	1.457.585	–	-150.000	112.905	1.420.489
Dividendos recibidos de Compañías Asociadas menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	(h)	–	–	–	3.366	3.366
Intereses Pagados	(i)	-61.937	–	–	-482.859	-544.796
Intereses Recibidos	(j)	25.495	–	–	–	25.495
Dividendos Preferentes (Pagados)	(k)	–	–	–	–	–
Impuestos en Efectivo (Pagados)		-223.099	–	–	–	-223.099
Otros Flujos Antes del FGO		104.553	–	87.490	-112.905	79.138
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(l)	1.302.596	3.366	-62.510	-482.859	760.593
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)		237.900	–	–	–	237.900
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(m)	1.540.496	3.366	-62.510	-482.859	998.493
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente		–	–	–	–	–
Inversiones de Capital (Capex)	(n)	-433.006	–	–	–	-433.006
Dividendos Comunes (Pagados)		-159.167	–	–	–	-159.167
Flujo de Fondos Libre (FFL)		948.324	3.366	-62.510	-482.859	406.321
<b>Apalancamiento Bruto (x)</b>						
Deuda Ajustada/EBITDAR	f / (a+h)	2,3	–	–	–	2,6
(FCO-Capex)/Deuda (%)	(m+n) / d	32,7	–	–	–	16,7
<b>Apalancamiento Neto (x)</b>						
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR	(f-g) / (a+h)	1,7	–	–	–	2,0
(FCO-Capex)/Deuda Neta (%)	(m+n) / (d-g)	44,7	–	–	–	22,8
<b>Cobertura (x)</b>						
EBITDA/Intereses	(a+h) / (-i-b)	23,5	–	–	–	2,6

FCO - Flujo de Caja Operativo. Notas: Los elementos estandarizados presentados anteriormente se basan en la taxonomía de Fitch para el sector y región. Los valores reportados pueden no coincidir con la taxonomía de Fitch, pero se capturan de manera apropiada en las líneas correspondientes. La deuda incluye deuda fuera de balance. La deuda en la columna de valores estandarizados excluye las obligaciones de arrendamiento por un monto de COP868.569 millones. x - Veces.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Terpel

## ESTADO DE LA SOLICITUD Y PARTICIPACIÓN

Para obtener información sobre el estado de solicitud de las calificaciones incluidas en este informe, consulte el estado de solicitud que figura en la página de resumen de la entidad correspondiente en el sitio web de Fitch Ratings.

Para obtener información sobre el estado de participación en el proceso de calificación de un emisor incluido en este informe, consulte el comentario de acción de calificación más reciente del emisor correspondiente, disponible en el sitio web de Fitch Ratings.

## AVISO LEGAL Y DIVULGACIÓN

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. ESMA y FCA están obligadas a publicar las tasas de incumplimiento históricas en un archivo central de acuerdo al Artículo 11(2) de la Regulación (EC) No. 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo del 16 de septiembre de 2009 y la Regulación de las Agencias de Calificación Crediticia (Enmienda, etc.) (Salida de la UE) de 2019, respectivamente. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección. Fitch Ratings realiza ajustes rutinarios y generalmente aceptados a la información financiera presentada, mismos que son acordes a las metodologías relevantes y/o estándares de la industria, a fin de procurar consistencia entre las métricas financieras de las entidades del mismo sector o clase de activos.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; Nationally Recognized Statistical Rating Organization). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el Ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2024 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.