

ISSN versión electrónica - 2339-4331

Junio de 2011

Vol. 01



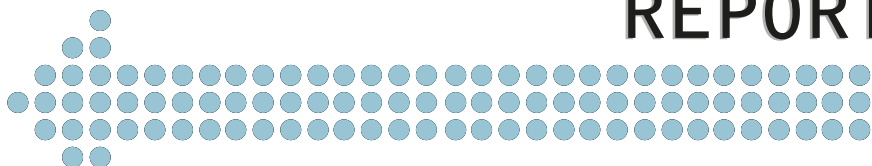
UNIVERSIDAD

ICESI

FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y
ECONÓMICAS



BURKENROAD
REPORTS



En convenio con:
AB Freeman Business School
Tulane University

El programa “Burkenroad Reports” para Latinoamérica es un proyecto de análisis de inversión originalmente creado en Mayo de 2001 a través de una donación del Banco Interamericano de Desarrollo y liderado por la Universidad de Tulane (EE.UU.). Dicha Universidad trabaja en conjunto con universidades de Colombia (entre ellas la Universidad Icesi y la Universidad de los Andes), Ecuador, Guatemala, México y Venezuela para producir reportes de análisis financiero e inversión de empresas pequeñas y medianas en dichos países.

The "Burkenroad Reports" program for Latin America is an investment analysis project, which was originally created in May 2001 thanks to a donation by the Inter American Development Bank and the leadership of the University of Tulane in the U.S. This university and other universities in Colombia (such as Icesi University and Los Andes University), Ecuador, Guatemala, Mexico, and Venezuela have joined efforts to produce investment and financial analysis reports for small and medium-sized businesses in each of these countries.

Departamento de Contabilidad y
Finanzas

Centro de Investigaciones en
Economía y Finanzas (CIENFI)

Santiago de Cali,
Junio de 2011 - núm. 001
ISSN - Versión electrónica - 2339-4331

Editor:
Julián Benavides

Asistente de edición:
Mauricio Arcila

Burkenroad Reports puede consultarse en la
página electrónica de la Universidad Icesi
www.icesi.edu.co/burkenroad

Diagramación:
Hernando Botero
Cristian Narváez

BIOMAX



Juan José Vivas
D. Sofía Salazar
Universidad Icesi
Junio de 2011

Contenido

1.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	4
1.1	Reseña Histórica	4
1.2	Estructura del Negocio	5
1.3	Destinos y Operaciones	6
2.	PERSPECTIVAS FUTURAS	6
3.	ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA DE COMBUSTIBLE	7
3.1	Poder de negociación de los proveedores	8
3.2	Poder de negociación de los compradores:	8
3.3	Precios:	9
3.4	Biomax en la industrial de combustibles	9
3.5	Factores de rentabilidad:	10
3.6	Supply chain:	11
3.7	Amenaza de entrada:	11
4.	DESEMPEÑO HISTÓRICO DE LA ACCIÓN	12
4.1	Análisis histórico del precio	12
4.2	Bursatilidad	14
4.2.1	Proporción de la empresa transado diariamente	14
5.	ANALISIS DOFA	15
5.1	Oportunidades	15
5.2	Fortalezas	15
5.3	Amenazas	16
5.4	Debilidades	16
6.	PARTICIPACIÓN DEL MERCADO	16
7.	INVERSIONES	16
8.	DIAGNOSTICO	17
9.	PROYECCIONES	19

Contenido

10.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y PROYECCIÓN DE VALOR DE ACCIÓN	19
10.1	Valoración de la empresa.....	19
10.2	Árbol de Precios	20
10.3	Valoración por múltiplos	21
11.	ANEXOS	22
11.1	Anexo 1: Balance general proyectado.....	22
11.2	Anexo 2: Estado de resultados proyectado	23
11.3	Anexo 3: Flujo de efectivo.....	24

1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

1.1 RESEÑA HISTÓRICA

Biomax Biocombustibles S.A. fue fundada el 28 de Febrero de 2004, inicialmente bajo el nombre de Ferrepel S.A. y con un patrimonio de \$1.520'000.000, con el propósito de comercializar especialmente la línea de ferretería petrolera (válvulas y tubería) y subdistribuir combustibles líquidos derivados del petróleo. Así, en el mes de mayo de 2005 inició la comercialización de combustibles bajo la figura de “subdistribuidor”. Sin embargo, en junio de 2005, se da la ampliación del objeto social y el cambio de razón social de la empresa a Biomax Biocombustibles S.A. así como la ampliación del patrimonio y donde la inversión más relevante la constituyó la planeación de la construcción de la planta de almacenamiento y despacho de combustibles líquidos en el complejo petrolero de Ecopetrol Mansilla (Facatativa).

Planta de almacenamiento y distribución más moderna del país: La planta de Mansilla fue inaugurada el 23 de marzo de 2008. Ésta le permitió a la empresa empezar a atender una buena parte de sus clientes desde su infraestructura propia, y además, le permitió desarrollar negocios adicionales como los correspondientes al de almacenamiento de NAFTA (fracción del petróleo cuyo punto de ebullición se encuentra aproximadamente entre 28 y 177 °C) y al de administración de NAFTA¹ para Ecopetrol S.A., producto crítico en el transporte de crudo por parte de éste a través del poliducto nacional.

1. NAFTA: <http://es.wikipedia.org/wiki/Gasolina>

En términos de calidad, Biomax S.A. es el primer mayorista en Colombia en recibir los certificados de calidad presentados a continuación, los cuales son otorgados por el ente certificador Bureau Veritas².

- ISO 9001:2000. Certificación del Sistema de Gestión de Calidad de la Organización.
- ISO 14001:2004. Certificado del Sistema de Gestión Ambiental de la Organización.
- OHSAS 18001:2007. Certificado del Sistema de Gestión en Seguridad y Salud Ocupacional de la Organización.

Vinculación de más de 50 nuevos accionistas en noviembre de 2008: Los cuales aportaron cerca de \$14.741 millones adicionales a los \$17.200 millones que ya se habían aportado para entonces, y que representaron el 23,77% de las acciones de la compañía. Casi un año después, en octubre de 2009, Biomax empezó a ser emisor del mercado de valores colombiano. La estrategia de la empresa fue emitir al final de 2009 “para empezar a negociar su acción en el mercado público”³ y luego de manera más contundente en “2010, para capitalizarse con una OPA”⁴. Acorde con el plan de expansión de Biomax S.A., en diciembre de 2009 luego de que la Superintendencia de Industria y Comercio no objetara la compra de una participación del 48,25% GNE Soluciones, Biomax se hizo dueña de un total del 97,75% de las acciones de la compañía GNE Soluciones. Así mismo, Biomax S.A. “logró adquirir a su principal competidor,

2. Bureau Veritas es un grupo internacional especializado en la inspección, análisis, auditoría, y certificación de productos, infraestructuras (edificios, terrenos industriales, equipos, buques, etc.) y sistemas de gestión relacionados con normas reglamentarias o voluntarias:

(http://www.bureauveritas.es/wps/wcm/connect/bv_es/Local/Home/About-Us/).

3. Oferta Pública de Acciones:

http://www.biomaxcolombia.com/accionistas_biomax_ingresa_bvc.php

4. Oferta Pública de Acciones:

http://www.biomaxcolombia.com/accionistas_biomax_ingresa_bvc.php

BRIO DE COLOMBIA, luego de un proceso de oferta pública de adquisición⁵. En este movimiento, se adquirieron 169 millones de acciones de Brío, correspondientes al 93,88% de la compañía y por un valor de 138.000'000.000 de pesos. Esta acción fue posible gracias a una capitalización mediante una emisión de acciones entre los propios accionistas entre noviembre de 2010 y enero de 2011.

De la historia de Biomax se pueden observar dos características claras de Biomax que son de gran importancia en el valor de la empresa.

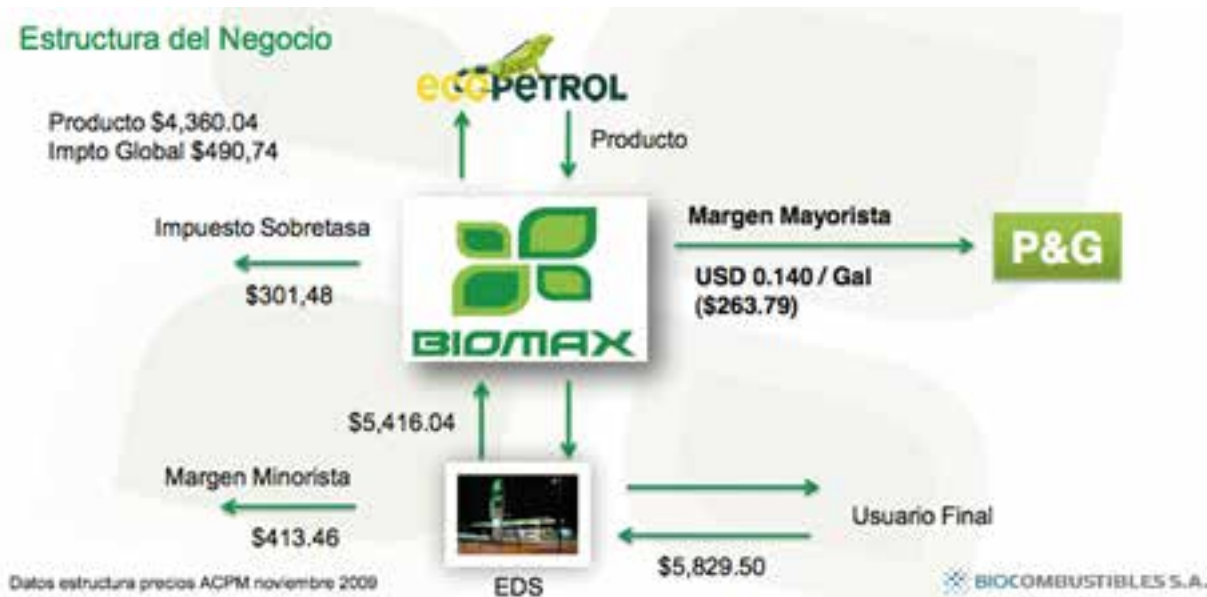
Identificación de oportunidades de negocio: Lo ha evidenciado a desde la decisión de empezar como empresa, pasando al cambio de razón y ampliación de cobertura, a la construcción de la fábrica propia para no depender de externos.

Disposición al cambio: En los pocos años que lleva Biomax ya ha dejado claro que no es una empresa que se casa con una determinada situación o circunstancia, sino que está atento a oportunidades que generen beneficio para la empresa incluso si implica cambios significativos.

1.2 ESTRUCTURA DEL NEGOCIO

Los datos a continuación muestran de qué manera se realiza el negocio de comercialización y transporte de crudo, pasando por el productor/importador (Ecopetrol), por el mayorista (Biomax), el minorista (Estaciones de servicio) y finalmente llegando al consumidor final, incluyendo los márgenes e impuestos cargados en cada parte el proceso.

Gráfico 1: Estructura del Negocio



Fuente: http://www.biomaxcolombia.com/accionistas/images/stories/pdf/P_Biomax_Mercado_Jun09.pdf

5. Compra Brío de Colombia:
http://www.biomaxcolombia.com/noticia_biomax_brio.php

1.3 DESTINOS Y OPERACIONES

La siguiente imagen muestra las estaciones a junio de 2009 y la proyección de en qué zonas del país (departamentos) se proyectaba se construyesen e inaugurasen estaciones de servicio Biomax. De los siguientes departamentos a la fecha, sólo Antioquia, Sucre y Putumayo, no tienen presencia de Biomax en el departamento.

Gráfico 2: Cobertura Territorial de Biomax



Fuente: http://www.biomaxcolombia.com/accionistas/images/stories/pdf/P_Biomax_Mercado_Jun09.pdf

Se puede observar que la cobertura de Biomax a nivel nacional es muy extensa y sin embargo todavía tiene capacidad de expansión, esto implica que la empresa tiene todavía un margen de crecimiento territorial considerable y proyecciones a mejoras en los contratos con los clientes actuales.

2. PERSPECTIVAS FUTURAS

En 2011, todo el desarrollo de la compañía parte de la reciente adquisición del 95% de Brio. Las proyecciones son vender un total de 2 billones de pesos, contando con casi el 14% del mercado, 650 estaciones de servicio y así convirtiéndose en la tercera empresa más grande del sector.

Ahora la razón principal para comprar a Brio era para lograr una compañía de mayor tamaño y con ello mayor penetración en el mercado. La razón para que el siguiente paso sea la fusión de las dos empresas, dejando una razón social y dos marcas, es que cada empresa tiene un prestigio, posicionamiento y trayectoria, así como generación de valor propio. Más adelante, se determinará si se mantienen ambas o sólo una de ellas, pero en la actualidad se mantendrán ambas.

En relación a la responsabilidad empresarial respecto al medio ambiente, las instalaciones de Biomax son ambientalmente responsables y con concepto ecológico. En la actualidad ya cuentan con programas ecológicos para optimizar los recursos y disminuir los desechos y en la actualidad se está construyendo una planta en Bugalagrande que funcionará a base de energía eólica. Ahora la incorporada Brio tendrá que adecuarse a dichos estándares.

En cuanto a crecimiento de estaciones, la proyección es abrir aproximadamente 40 estaciones de las dos marcas (Biomax y Brio) que requiere una inversión de aproximadamente \$22.000 millones de pesos. Y es que ahora el reto para Biomax es aprovechar las fortalezas de las dos marcas para mantener su posición como la primera empresa de capital colombiano del sector.

En conjunto la empresa espera vender en 2011 2 billones de pesos, que serían 400.000 millones de pesos más que las ventas conjuntas de ambas empresas en 2010. Representando esto un incremento del 25%. (El año pasado Brio y Biomax vendieron respectivamente 1 y 0,6 billones de pesos).

3. ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA DE COMBUSTIBLE

La industria de los combustibles tiene un rol crítico como impulsador de la economía global. La industria se encuentra dividida en tres subsectores: el upstream, que se dedica a la exploración y producción (E&P), el midstream, que se dedica al transporte, almacenamiento y comercialización, y, el downstream que se dedica al refinamiento y mercadeo (R&M). El enfoque multinacional de las mayoristas tradicionales y su preferencia por el negocio del upstream ha generado clientes insatisfechos y un nicho desatendido principalmente en las zonas alternas a los centros urbanos. Lo que representa una gran oportunidad de crecimiento para Biomax, al ser esta una empresa dedicada al midstream.

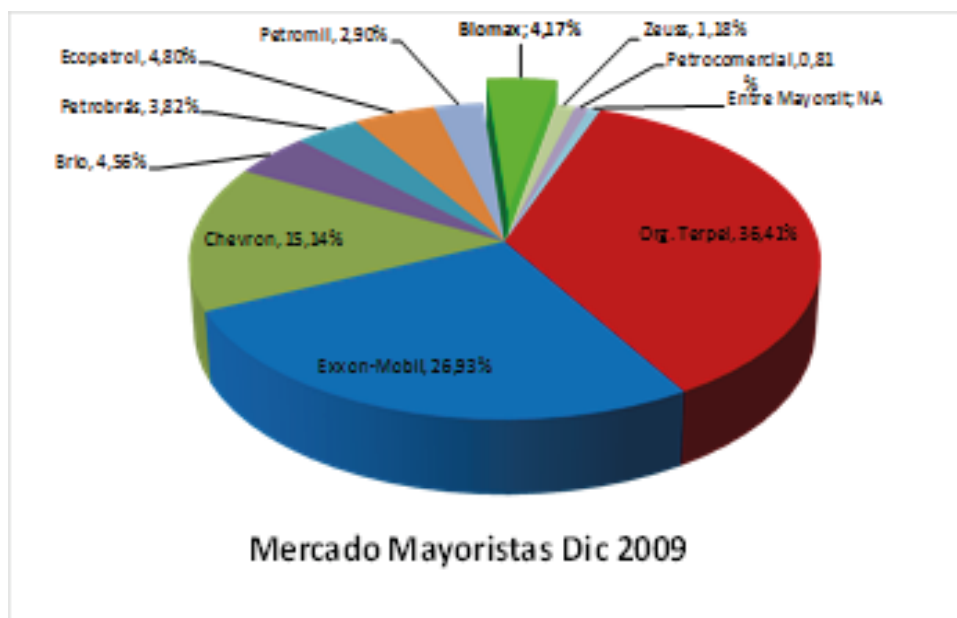
Los combustibles líquidos son un insumo fundamental como motor de la economía del país, lo que representa un negocio muy estable. La dinámica de la industria de minería e hidrocarburos, principalmente, ha tenido un crecimiento importante, y demandará altos volúmenes de combustible.

El sector de combustibles líquidos se ha formalizado y ordenado con la nueva legislación, disminuyendo los riesgos a los agentes de la cadena. A pesar de ser un negocio que requiere



grandes inversiones iniciales, se presenta un crecimiento exponencial logrando superar rápidamente el punto de equilibrio y generando muy buenos retornos.

La industrial está dominada por un pequeño número de grandes empresas que controlan alrededor del 79% del mercado. Sin embargo desde hace unos años han ingresado nuevos participantes quienes han capturado y capitalizado diversas deficiencias de estos participantes, y han pasado a tener una participación cada vez más importante.



3.2 PODER DE NEGOCIACIÓN DE LOS COMPRADORES:

Dado que los combustibles son un bien de primera necesidad, que es vital para el funcionamiento de un país y para que las personas puedan cumplir con sus objetivos diarios y de mediano y largo plazo, su poder de negociación sobre el mismo se ve muy afectado. Esto se puede observar en la simple realidad que los precios de combustibles en Colombia son unos de los más caros de todo el mundo, más costosos incluso que muchas zonas de EEUU. Así, las compañías en el negocio de los combustibles y biocombustibles simplemente cobrarán al consumidor final las fluctuaciones de los valores del commodity.

3.3 PRECIOS:

El precio del combustible, especialmente de la gasolina, se ha caracterizado por un constante crecimiento a lo largo de los años. Colombia en la actualidad, es el cuarto país del mundo donde el combustible es más costoso, después de Uruguay, Brasil y Chile. Ante las grandes fluctuaciones que ha tenido el precio del combustible en el ámbito internacional, el gobierno Colombiano para el 2011 ha desarrollado nuevas reglas para la determinación de la variación del precio, con la intención de que en Colombia el precio tenga un comportamiento más suavizado.

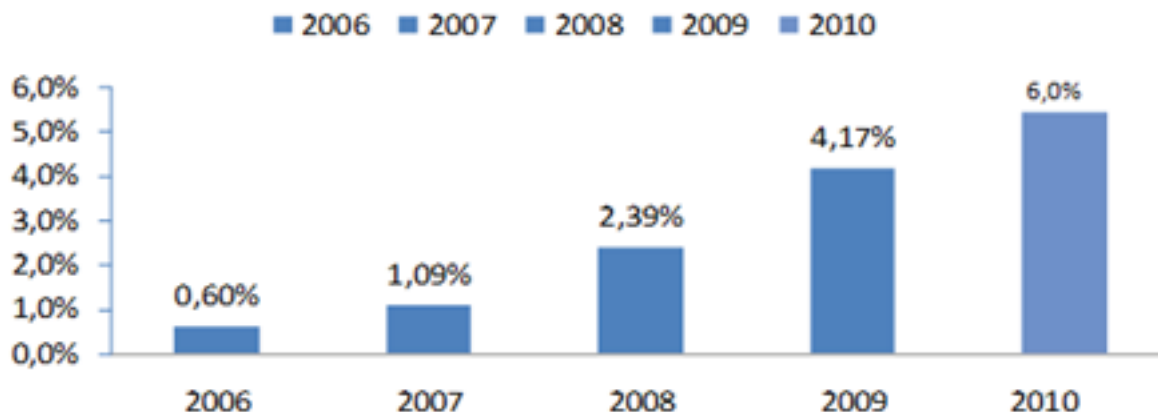
Los precios de la gasolina y el ACPM en Colombia están influenciados por el comportamiento de la cotización internacional de petróleo y las fluctuaciones de la tasa de cambio (dólar). Adicionalmente, factores como la baja

producción de etanol en el Valle del Cauca, especialmente en épocas de invierno, influye en las variaciones del precio.

3.4 BIOMAX EN LA INDUSTRIAL DE COMBUSTIBLES

Biomax es una empresa relativamente nueva en la industria de los combustibles. A pesar de que el sector ha estado dominado por muchos años por multinacionales que poseen gran parte de la demanda, Biomax y otras empresas más pequeñas han logrado entrar y ahora son fichas importantes en el sector. Biomax se encuentra aún en la etapa de crecimiento; en el 2006 contaba con 0,6% de participación en el mercado para alcanzar en a comienzos del 2011 a acaparar el 14% del mercado con la adquisición de Brio. Biomax tiene una cobertura una cobertura nacional a través de una red de más de 300 Estaciones de Servicio y 60 clientes industriales, en más de 200 municipios. El crecimiento anual de sus ingresos fue del 87% para el 2009 y de 51,4% para 2010.

Biomax Participación de Mercado



3.5 FACTORES DE RENTABILIDAD:

Biomax Posee un crecimiento histórico que demuestra las ventajas de un negocio en potencial de crecimiento y en rentabilidad. Los pronósticos de ventas tienen un impacto exponencial en el EBITDA, con un crecimiento del 21,3% anual al 2012, que se refleja en un mayor valor futuro de la compañía.

La compañía posee una cartera con un riesgo comercial muy controlado, pues esta lo suficientemente atomizada como para que el riesgo del no pago no tenga un impacto significativo en la cartera total. Biomax posee contratos para suministros de hasta 10 años con sus proveedores, lo que le brinda una gran estabilidad en los flujos de caja futuros ya que los puede calcular más fácilmente. Además este nivel de seguridad frente a los ingresos futuros le permite a Biomax conservar los niveles de venta a corto plazo y enfocarse más hacia el crecimiento de ingresos que han planeado.

Biomax posee una rotación de capital de trabajo neto de 11 días. Esto muestra que la compañía tiene niveles de liquidez llamativos pues no requiere grandes inversiones en capital para su crecimiento.

Biomax es una compañía independiente al no ser subsidiaria de ninguna multinacional petrolera como si lo es Exxon Mobil y Chevron que poseen el 40% del mercado pero que tienen su negocio enfocado hacia exploración y producción, lo que le da un espacio a Biomax para crecer en el terreno de los distribuidores (pues Chevron y Exxon Mobil lo “descuidan”). Por ejemplo Biomax llega a zonas rurales donde las grandes compañías no llegan entre esas: San José del Guaviare, Cundinamarca y el eje cafetero. Biomax logró consolidar con una participación en el mercado del 4,17% en el 2009 con un crecimiento en ventas del 69,6% y con ventas de \$ 428.928 millones.

El crecimiento anual de sus ingresos viene siendo del 87%, esperando llegar a ventas superiores de 350 millones de dólares en el 2011, cifra que proyecta duplicar para el año 2013. Ninguno de sus clientes representa más del 4% de nuestras ventas, por lo tanto no depende del pago de un cliente.

3.6 CADENA DE SUMINISTRO:

La cadena de abastecimiento en este tipo de negocio es muy cerrada y se debe ser muy fiel al mayorista que se tenga.



Tomado de: BIOMAX BIOCOMBUSTIBLES S.A.

El decreto 4299/2005 regula los diferentes eslabones y los requisitos de los participantes de la cadena:

El Refinador o Importador: Solo le puede vender a un distribuidor mayorista o a un gran consumidor. En el momento es Ecopetrol, pero Biomax debe estar preparado para una apertura y para poder importar directamente.

Transportador: Poliductos de Ecopetrol.

Almacenador: Sólo se le puede prestar el servicio a agentes de la cadena, algunos distribuidores mayoristas son también almacenadores.

Distribuidor Mayorista: Solo le puede vender a consumidores grandes o a distribuidores

minoristas. Debe poseer contratos de suministro de combustibles por volúmenes superiores a 2.6 millones gal/mes También debe poseer una planta de abasto en donde se pueda guardar como mínimo el 30% de sus ventas mensuales.

Distribuidor Minorista: Deben vender solo a consumidores que necesiten menos de 20000 galones al mes. Deben ser exclusivos con un solo mayorista, exhibir la marca de este y estar certificados con normas de calidad.

Gran Consumidor: Deben tener exclusividad con un solo mayorista, si consumen mas de 420000 galones al mes pueden comprarle directamente al refinador/importador.

3.7 AMENAZA DE ENTRADA:

A pesar de que en el negocio de la distribución se inicia con grandes inversiones y con estructuras de gastos fijos; una vez que se alcanza el punto de equilibrio se produce un crecimiento marginal exponencial de los retornos, es decir que se empieza a ganar mucho dinero.

En Colombia se tiene una deficiencia en infraestructura de almacenamiento principalmente en zonas de puerto para exportar e importar líquidos. Por lo tanto existe esa zona de mercado sin haberse explotado aun, lo que es una gran oportunidad de mercado.

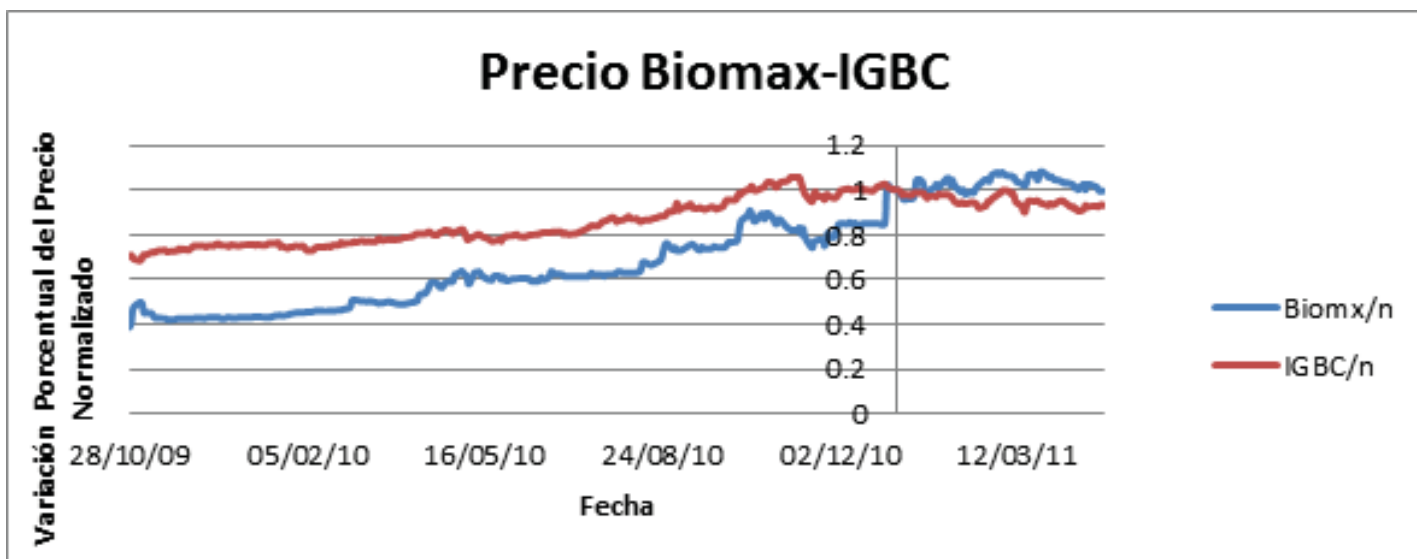
Por otro lado, a pesar de que las grandes multinacionales como Exxon- Mobil y Chevron tengan gran apoderamiento del mercado de distribución, su enfoque no se encuentra en este, sino en la refinería y producción, por lo tanto existen huecos en el mercado distributivo como por ejemplo en muchos pueblos de Colombia donde no hay gasolina a la venta.

Gas natural: Una fuente alternativa muy usada en Colombia como combustible es la utilización del gas natural ya que es un recurso abundante en nuestro país que aun no ha sido explotado del todo. 5.400.000 de usuarios utilizan gas natural en Colombia en los sectores comercial, industrial y residencial. Además existen aproximadamente 1000000 de vehículos que utilizan gas natural como combustible, este mercado puede ser una amenaza a largo plazo para Biomax, pues el gas es mas económico y menos contaminante que el ACPM por lo cual promete robarle mercado al petróleo, entre esos Biomax.

4. DESEMPEÑO HISTÓRICO DE LA ACCIÓN

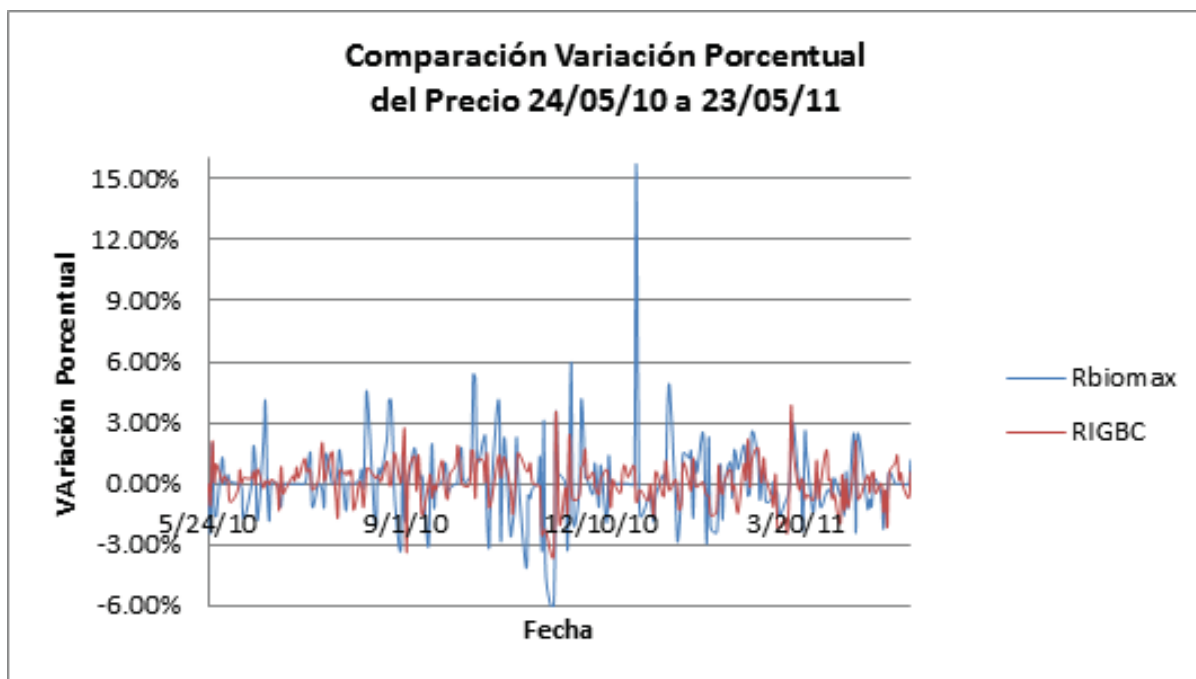
4.1 ANÁLISIS HISTÓRICO DEL PRECIO

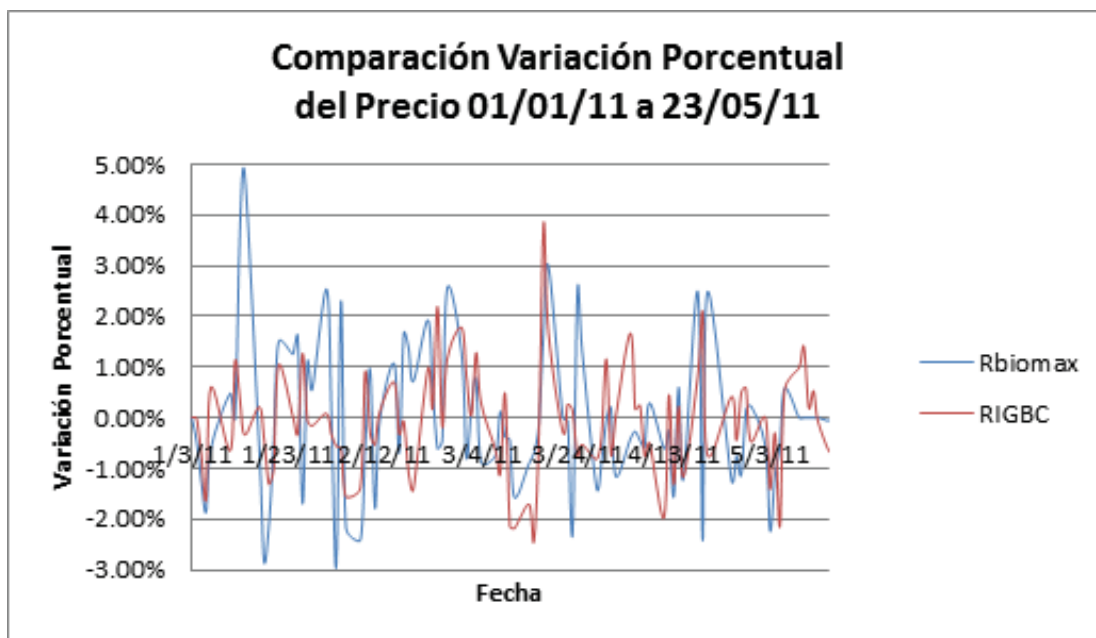
El precio de la acción de Biomax, presenta un crecimiento significativamente mayor al del IGBC, en los últimos meses. En el siguiente gráfico se muestran la variación porcentual del precio de la acción de Biomax y la de IGBC, tomando como referencia el precio de cierre del día 3 de enero de 2011.



La gráfica muestra que el comportamiento de Biomax había sido bastante similar al comportamiento del mercado pero siempre rindiendo de manera inferior hasta finales del 2010. A partir de este punto a pesar de mantener un comportamiento similar al del IGBC, sus rendimientos son superiores al mismo en 2011.

A continuación se muestra una grafica con el comportamiento de los rendimientos de las acciones de Biomax y del IGBC. Se puede observar que las acciones de Biomax se comportan de manera similar a las del mercado pero con una mayor volatilidad.





4.2 BURSATILIDAD

De acuerdo a índice de Bursatilidad Accionaria para acciones negociadas en Bolsa, calculado por la superintendencia financiera con base en: (1) La frecuencia promedio de transacción por mes, (2) El volumen promedio de transacción por operación y (3) El número de ruedas de transacción, entre el 1 de diciembre de 2010 y el 31 de marzo de 2011, la acción de Biomax fue catalogada como de alta bursatilidad.

La Frecuencia promedio de transacción por mes (N/T), indicador calculado como el Promedio mensual del número de operaciones realizadas en el periodo considerado fue de 764,50.

El Volumen promedio de transacción por operación (V/N), indicador calculado como el Valor total de las operaciones efectuadas para cada acción, dividido por el número de operaciones efectuadas durante el periodo considerado, fue de 27.652.705.

El número de ruedas de transacción durante los cuatro meses de referencia, fue de 83.

Con los anteriores indicadores, la superintendencia financiera calculó un índice de bursatilidad para la acción de Biomax de 7.424, clasificándola como acción altamente bursátil en la bolsa.

4.2.1 PROPORCIÓN DE LA EMPRESA TRANSADO DIARIAMENTE

A partir de los reportes de la superintendencia financiera sobre volumen transado se calculó que en promedio se transan 6.280.681 acciones de Biomax mensualmente para un volumen de 308.858 acciones negociadas diariamente. En la siguiente tabla se muestra los volúmenes transados, con los que se calculó que en promedio se negocia el 0,16% de la compañía cada día hábil.

No acciones 187.224.998

Mes	No acciones transadas en el mes	No. Dias mes	No. Acciones promedio transadas por día	%Diario
nov-09	2.856.735	19	150.354	0,08%
dic-09	1.843.148	20	92.157	0,05%
ene-10	4.593.263	19	241.751	0,13%
feb-10	8.462.550	20	423.128	0,23%
mar-10	8.867.260	22	403.057	0,22%
abr-10	15.088.463	20	754.423	0,40%
may-10	6.115.936	20	305.797	0,16%
jun-10	3.334.784	20	166.739	0,09%
jul-10	1.516.926	20	75.846	0,04%
ago-10	4.331.116	21	206.244	0,11%
sep-10	3.876.342	22	176.197	0,09%
oct-10	5.900.960	20	295.048	0,16%
nov-10	7.925.721	20	396.286	0,21%
dic-10	2.439.126	21	116.149	0,06%
ene-11	8.294.111	20	414.706	0,22%
feb-11	19.132.903	20	956.645	0,51%
mar-11	6.667.041	23	289.871	0,15%
abr-11	1.805.867	19	95.046	0,05%
% Transado diario				0,16%



5. ANALISIS DOFA

5.1 OPORTUNIDADES

- Espacio para crecer. Principalmente porque las multinacionales han liberado mercado para enfocarse más en actividades de exploración y producción.
- El boom en materia de almacenamiento y distribución de hidrocarburos que ofrece el país. Estas oportunidades incluyen: almacenamiento de combustibles para termoeléctricas, abastecimiento a minas y agroindustria; distribución de nuevos productos, tiendas de conveniencia, financiamiento a clientes, almacenamiento a mayoristas y exportación e importación de refinados.
- Crecimiento demanda de combustibles. Crecimiento proyectado del Ministerio de Minas y Energía de combustibles líquidos, ACPM y gasolina de un 58,11% (3% anual), 72,71%(3,6% anual) y 35,97%(1,8% anual) respectivamente.

5.2 FORTALEZAS

- En el 2011 se iniciarán proyectos de expansión entre los que se destacan la construcción de una planta de almacenamiento en Mamonal (Bolívar), con el propósito de asegurar una posición estratégica en puerto, adquiriendo ventajas competitivas frente a una posible liberación de precios de los combustibles.
- Contratos de suministro de largo plazo y margen de utilidad fijo. La legislación actual, obliga a los minoristas a tener contratos exclusivos con un solo mayorista y exhibir la marca comercial del mismo. De esta manera, Biomax tiene en la actualidad contratos con minorista con una duración promedio de 10 años, lo que le garantiza ingresos por estos y le permite planear de manera mas confiada con miras al largo plazo.

- Disponibilidad de capital para invertir. El capital obtenido por la Oferta pública de Acciones permitió la compra de BRIO. Lo cuál además de duplicar su participación en el mercado, proveyó a Biomax de plantas estratégicas como la de Cartagena que le da acceso y una posición estratégica en el puerto.
- Alta rotación y bajo riesgo en la cartera. Biomax presenta índices de rotación que indican un buen manejo de sus activos y carteras, lo que les permite tener buena liquidez para cubrir sus obligaciones. Además, no concentra su cartera en pocos clientes lo cual disminuye los riesgos de la misma.

5.3 AMENAZAS

- El contrabando de combustibles, limita la expansión a ciertas regiones del país.
- Ecopetrol, único proveedor
- Posibles nuevos participantes y reducción de márgenes

5.4 DEBILIDADES

- Aún no ha incursionado el mercado de Gas, el cual tiene un gran potencial de crecimiento.
- Los volúmenes por Estaciones de servicio son más bajos que el promedio de mercado.

6. PARTICIPACIÓN DEL MERCADO

La participación de mercado de Biomax, ha crecido de forma exponencial. En pocos años ha logrado capturar el 14% del mercado, y se continúan tenido buenas perspectivas futuras de crecimiento. En la siguiente tabla, se puede observar la tasa de crecimiento año tras año, que ha permitido que en solo 4 años, Biomax pase de

tener el 0,6% del mercado al 14%. Es importante, aclarar que además de la ampliación en cobertura que ha caracterizado a Biomax, la participación del mercado del 2010, está afectada por la adquisición de BRIO.

Año	Participación mercado	Crecimiento
2006	0,60%	
2007	1,09%	81,7%
2008	2,39%	119,3%
2009	4,17%	74,5%
2010	14,00%	235,7%



7. INVERSIONES

Acorde con el plan de expansión de Biomax S.A., en diciembre de 2009 luego de que la Superintendencia de Industria y Comercio no objetara la compra de una participación del 48,25% de GNE Soluciones, Biomax se hizo dueña de un total del 97,75% de las acciones de la compañía. Así mismo, Biomax S.A. “logró adquirir a su principal competidor, BRIO DE COLOMBIA, luego de un proceso de oferta pública de adquisición”⁷. En este movimiento, se adquirieron 169 millones de acciones de Brío, correspondientes al 93,88% de la compañía y por un valor de 138.000’000.000 de pesos. Esta acción fue posible gracias a una capitalización mediante una emisión de acciones entre los propios accionistas entre noviembre de 2010 y enero de 2011.

8. DIAGNOSTICO

Para realizar el diagnostico de Biomax, se comparó el promedio de principales razones financieras de la empresa en los últimos años con los de la compañía Gas natural.

Análisis de las razones de liquidez: Se puede evidenciar que Biomax, tiene una buena capacidad para cumplir con sus obligaciones de corto plazo antes de que lleguen a su vencimiento. Lo anterior se refleja en que el valor promedio del indicador Cash Position de Biomax es del 11,8%, mientras que el del competidor de referencia es del 6,1%. La prueba ácida, muestra mejores resultados para la empresa gas natural que para Biomax, que pueden explicarse en que la empresa competidora de referencia tiene mejores indicadores de rotación de inventario y en de cuentas por pagar.

7. Compra Brío de Colombia:
http://www.biomaxcolombia.com/noticia_biomax_brio.php

Análisis de las razones de actividad: Los indicadores de actividad de Biomax muestran que la empresa usa sus activos totales eficientemente, transformando rápidamente diversas cuentas en ventas o efectivo. Biomax tiene grandes ventajas relacionadas con la eficiencia ante sus competidores.

Biomax tiene una administración bastante eficiente de la cartera, que se refleja en que recauda sus cuentas por pagar mucho más rápido que el competidor de referencia (El indicador de días en cuentas por cobrar para Biomax es de 15 días, mientras que para Gas Natural es de 91 días). El indicador de rotación de activos totales es más del triple en Biomax que en la competencia, lo que reafirma la eficiencia de Biomax en la administración de sus activos.

Biomax presenta puntos débiles ante la competencia en el manejo de inventarios y de cuentas por pagar. El indicador de días de inventario para Biomax es de 17,4 y el de la competencia es de 9,2. Gas natural tiene un indicador de días en cuentas por pagar de 43 y Biomax tan solo de 3,38.

Las fortalezas de Biomax en la administración de sus activos son más importantes que sus debilidades, lo que se refleja en que el ciclo de efectivo de la empresa es bastante menor que el de la competencia. El ciclo de efectivo de Biomax está por alrededor de 29 días, mientras que para Gas natural esta alrededor de los 60.

Análisis de las razones de Rentabilidad: Todos los indicadores de rentabilidad son bastante superiores en la competencia que en Biomax. El margen de rentabilidad de Biomax es solo del

1,6% mientras Gas Natural registra el 25,8%, el retorno sobre activos (Biomax:5,5% , Gn:23,7%) y el retorno sobre patrimonio (Biomax:11%, Gn:33%) presentan comportamientos similares.

Análisis de crecimiento: Aunque Biomax ha tenido un crecimiento considerable que se refleja en que el crecimiento de la EBITDA es del 46%, la competencia en los últimos tres años ha crecido en mayor proporción obteniendo un crecimiento de la EBITDA del 114%

Análisis indicadores de Mercado: Biomax tiene indicadores mejores de la competencia. La relación de Precio y Ganancia por acción es del 23.6 mientras la de la competencia está por alrededor del 3.

A continuación se muestra la evaluación de las principales razones financieras de Biomax para los dos últimos años, comparadas con el promedio de las razones de Gas Natural.

<i>Razones Financieras</i>					
Definición			t-1	t	B-M
Liquidez					
(AC-Inv)/PC	veces	Acida	0,82	1,17	1,28
Cash(+Tit)/AT	%	Cash Position	5,84%	17,78%	0,06
Actividad					
$365 * Cx C / Vt$	días	CxCd	17,27	12,59	91,37
$365 * Inv / CV$	días	Invd	18,43	16,45	9,92
$365 * Cx P / CV$	días	CxPd	2,55	4,20	43,11
$Invd + CxCd - CxPd$	días	Ciclo Efectivo	33,15	24,83	59,60
Vt/AT	veces	Rot AT	3,81	3,30	0,92
Endeudamiento					
D/(D+Pat)	%	Apal Fro2	42,08%	33,99%	0,15
EBIT/Int	veces	Cobertura Intera	2,70	3,74	20,88
Rentabilidad					
UDI/Vt	%	MR (Margen Res	1,57%	1,53%	0,26
UDI/AT	%	ROA	5,98%	5,06%	0,24
UDI/Pat	%	ROE	12,49%	9,30%	0,33
EBITDA/Vt	%	Mebitda	3,52%	3,39%	0,42
NOPAT/TNOC(t-1)	%	ROIC		20,54%	0,26
EVA%	%	ROIC-k_{wa cc}		2,62%	0,25
FCF/TNOC(t-1)	%	FCF%		-26,10%	0,22
Crecimiento					
$(GVt - GCVt) / Abs(GCVt)$	%			-0,94%	5,52
$EBITDA(t) / EBITDA(t-1) - 1$	%	Gebitda		45,66%	1,14
Indicadores de Mercado					
P/EPS	veces	RPG	12,09	35,19	3,07
P/BVPS	veces	M/B	1,51	3,27	1,00
P/(Vt/#Acc)	veces	M/V	0,19	0,54	0,79
P/(EBITDA/#Acc)	veces	M/EBITDA	5,38	15,93	1,88
$(P * \#Acc + DN) / Vt$	veces	FV/V	0,27	0,57	0,83
$(P * \#Acc + DN) / EBITDA$	veces	FV/EBITDA	7,53	16,85	1,98
		Puntaje N.N.	33,5%	44,9%	

9. PROYECCIONES

Los crecimientos pronosticados para las ventas no solo son afectados por el crecimiento del sector de los combustibles sino también por el incremento en la participación de mercado de la compañía. En los pocos años de funcionamiento de Biomax se evidencia un crecimiento muy significativo en los primeros años, y un creciente positivo pero de menor magnitud en los años siguientes. Se tomo en consideración el crecimiento decreciente año tras año para pronosticar el crecimiento las ventas futuras. A continuación se muestran el ritmo de crecimiento pronosticado para las ventas para los próximos seis años.

Año	2011(p)	2012(p)	2013(p)	2014(p)	2015(p)	2016(p)
Crecimiento ventas	34,65%	24,21%	17,27%	12,68%	9,52%	7,38%

Es importante mencionar que el crecimiento de las ventas, se va a ver fuertemente afectado por la reciente compra de Brío de Colombia. Esta inversión incrementa drásticamente las ventas y la participación de mercado de Biomax para el actual año. Los cambios más significativos para las proyecciones en del estado de resultados, el flujo de caja y el balance son:

- El aumento en el capital social. Para la compra de Brío se emitieron acciones y se paso de tener 102,94 millones de acciones ordinarias en 2009 a 187,22 acciones ordinarias en 2010.
- El incremento de las obligaciones financieras de largo y corto plazo.
- El incremento en las ventas del 2011, que según los informes del presidente de Biomax se esperan en 2 billones de pesos.

Con esta información y los estados de resultados históricos (2009 y 2010) se pronosticaron el balance general, el estado de resultados y el flujo de efectivo hasta el 2016. Mirar anexo 1, 2 y 3.

10. VALORACIÓN DE LA EMPRESA Y PROYECCIÓN DE VALOR DE ACCIÓN

10.1 VALORACIÓN DE LA EMPRESA

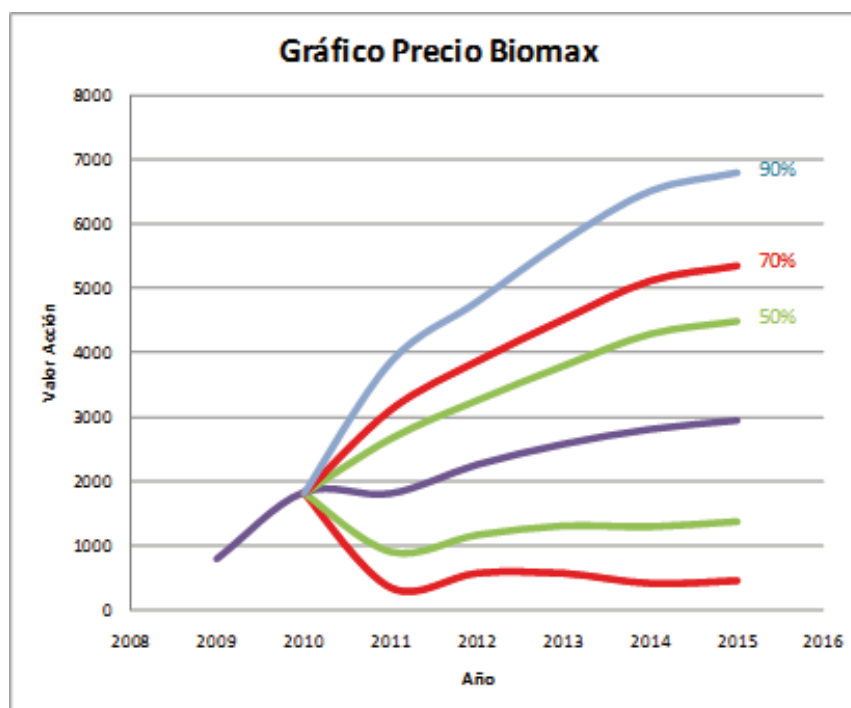
La valoración de Biomax tiene como base para todos los métodos el FCL de la empresa. Con éste y por medio del método de valoración coincidente se encontró un valor proyectado de las acciones con los valores presentados a continuación:

P2011	P2012	P2013	P2014	P2015
1.832,32	2.286,55	2.640,01	2.886,85	3.028,25

Sabiendo que Biomax a 24 de mayo de 2011 cerró con un precio de acción de 1.700 pesos, se espera que la acción fluctúe a lo largo del año, pero que cierre el mismo con un valor de 1.832 pesos. Adicionalmente, así como se presentó en el crecimiento de las ventas, el crecimiento del valor de acción también presenta incrementos decrecientes.

10.2 ÁRBOL DE PRECIOS

Ahora bien, al hacer un análisis de Montecarlo con 1500 simulaciones y teniendo una volatilidad de las ventas de un 10%, se obtiene el árbol de precios a continuación:



Como se puede apreciar, la rama correspondiente al percentil 5 no aparece en el árbol de precios, esto se debe a que los valores arrojados para dicho percentil eran valores negativos, lo cual no tiene sentido y por dicha razón no fueron tenidos en cuenta al momento de graficar. No obstante, el valor correspondiente a la media de los datos es un valor muy cercano a los precios proyectados para cada año respectivo por el método de valoración coincidente estático. Otro aspecto interesante a analizar es el comportamiento de las ramas inferiores en comparación a las ramas superiores. Mientras que las

superiores siempre se mueven de manera creciente, las ramas inferiores oscilan entre crecimiento y decrecimiento y de manera interesante, el resultado final es que el valor de los rangos inferiores se mantiene cercano al valor proyectado del año 2011 para todos los periodos posteriores para el percentil 15 un crecimiento muy suave para el percentil 25 y crecimientos marcados y cada vez mayores para los percentiles superiores.

10.3 VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS

En la valoración por múltiplos se usan los datos de la empresa, además de los indicadores financieros del benchmark y de una empresa recientemente negociada en el mercado. En este caso, se usó un benchmark compuesto por diversas empresas del sector de combustibles a nivel mundial y los indicadores de Brío que fue adquirida a inicios de 2011 por Biomax. Luego de realizar los cálculos y el análisis correspondiente, se obtuvo la siguiente tabla que presenta en la fila inferior los valores proyectados de la acción de Biomax.

		Peso	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	FCD	45%	1.815	1.832	2.287	2.640	2.887	3.028
Empresa								
	EPS		53	377	444	543	628	699
	Ventas		641.301	2.000.000	2.547.766	3.027.981	3.437.169	3.780.447
	EBITDA		21.740	99.479	126.725	150.611	170.964	188.038
	Book value		105.843	399.354	513.167	649.532	796.661	952.366
Benchmark								
0,48	RPG/gEPS	7%	278	1.994	2.347	2.873	3.322	3.699
3,80	FV/EBITDA	8%	441	2.020	2.573	3.059	3.472	3.819
Transacciones (Prima 25%)								
0,16	M/V	15%	414	1.293	1.647	1.957	2.222	2.443
6,47	M/EBITDA	10%	564	2.580	3.286	3.905	4.433	4.876
0,24	FV/V	15%	605	1.888	2.406	2.859	3.245	3.569
		100%	1.815	1.861	2.336	2.747	3.073	3.317

De la misma manera en que los valores medios arrojados por el árbol de precios, los valores obtenidos en la valoración por múltiplos son bastante cercanos a los valores obtenidos por valoración coincidente. Este alto nivel de similitud entre los precios haría pensar que las valoraciones de los precios de acción serían cercanas a lo que se podría presentar en los próximos años.

11. ANEXOS

11.1 ANEXO 1: BALANCE GENERAL PROYECTADO

BALANCE GENERAL							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ef	27.902	117.355	122.303	163.227	229.032	316.512	422.022
Tit	6.699	6.699	6.699	6.699	6.699	6.699	6.699
CxC	22.114	81.808	104.214	123.857	140.594	154.636	166.487
OxC	113	176	224	267	303	333	359
Inv	27.267	90.004	114.655	136.265	154.680	170.128	183.166
AC	84.094	296.042	348.095	430.315	531.308	648.308	778.733
ILP	14.242	46.732	59.531	70.751	80.312	88.333	95.103
Intang	785	3.602	4.589	5.454	6.191	6.809	7.331
Dif	39.365	112.225	142.962	169.908	192.868	212.131	228.388
Val	22.421	66.595	84.834	100.824	114.448	125.879	135.526
AFN	33.670	95.228	121.310	144.175	163.658	180.003	193.798
AT	194.578	620.424	761.319	921.426	1.088.785	1.261.462	1.438.878
OFCP	17.332	23.148	23.148	23.148	23.148	23.148	23.148
CxP	6.964	17.439	22.216	26.403	29.971	32.964	35.491
OxP	439	1.433	1.826	2.170	2.463	2.710	2.917
Est	23.770	71.227	90.735	107.837	122.410	134.635	144.953
PC	48.505	113.248	137.925	159.558	177.992	193.457	206.509
PLP	40.230	107.823	110.227	112.335	114.132	115.639	116.911
PT	88.735	221.070	248.152	271.894	292.124	309.096	323.420
CS	9.361	127.361	127.361	127.361	127.361	127.361	127.361
Res	1.001	1.001	1.001	1.001	1.001	1.001	1.001
SC	62.364	62.364	62.364	62.364	62.364	62.364	62.364
SV	22.421	66.595	84.834	100.824	114.448	125.879	135.526
UE	9.843	70.590	83.082	101.728	117.616	130.945	142.195
UR	854	71.443	154.526	256.254	373.871	504.816	647.011
P.Ord	105.843	399.354	513.167	649.532	796.661	952.366	1.115.458
PyP	194.578	620.424	761.320	921.426	1.088.785	1.261.462	1.438.878

11.2 ANEXO 2: ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

Estado de resultados							
	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016
Vts	641.301	2.000.000	2.547.766	3.027.981	3.437.169	3.780.447	4.070.175
CV	605.183	1.854.000	2.361.779	2.806.938	3.186.256	3.504.474	3.773.052
CO	14.377	46.521	59.262	70.432	79.950	87.934	94.673
EBITDA	21.740	99.479	126.725	150.611	170.964	188.038	202.449
Dep.p	1.292	4.686	5.969	7.094	8.053	8.857	9.536
Amor.p	41	149	189	225	255	281	302
	1.333	4.834	6.158	7.319	8.308	9.138	9.838
EBIT	20.408	94.645	120.567	143.292	162.656	178.900	192.611
Int	5.461	7.706	17.277	17.277	17.277	17.277	17.277
IngNO	2.805	11.200	14.268	16.957	19.249	21.171	22.794
EgNO	6.531	21.165	26.961	32.043	36.373	40.006	43.072
EBT	11.221,1	76.974,3	90.596,6	110.929,1	128.254,3	142.788,8	155.055,9
Imp	1.378	6.384	7.514	9.201	10.638	11.843	12.861
UDlap	9.843	70.590	83.082	101.728	117.616	130.945	142.195

11.3 ANEXO 3: FLUJO DE EFECTIVO

FLUJO DE EFECTIVO								
De las Operaciones	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
UDI ant DP	6.639	9.843	70.590	83.082	101.728	117.616	130.945	142.195
Ajustes de Flujos contables								
+Dep. p	1.087	1.292	4.686	5.969	7.094	8.053	8.857	9.536
+Incremento Rev. Patrimonio		0	0	0	0	0	0	0
- Incremento Valorizaciones		-9.023	-44.174	-18.239	-15.990	-13.625	-11.430	-9.647
+Incremento de Superávit x Valorizaciones		9.023	44.174	18.239	15.990	13.625	11.430	9.647
+Incremento Superavit de Capital		35.570	0	0	0	0	0	0
+Incremento Estimados, Provisiones y Diferidos		9.227	49.660	20.301	17.798	15.165	12.723	10.738
<i>Incrementos en capital de trabajo</i>								
Activo Corriente								
-Incremento CxC		-2.070	-59.694	-22.406	-19.643	-16.737	-14.041	-11.851
- Incremento OxC		-113	-63	-48	-42	-36	-30	-26
-Incremento Inventario		-7.154	-62.738	-24.651	-21.611	-18.414	-15.448	-13.038
Pasivo Corriente								
+Incremento CxP		4.176	10.476	4.776	4.187	3.568	2.993	2.526
+Incremento Otros por pagar		121	995	393	344	293	246	208
+Incremento Oblig. Lab LP		0	0	0	0	0	0	0
+Incremento otros Pasivos LP		1.434	3.519	1.611	1.413	1.204	1.010	852
=Total Operaciones		52.326	17.430	69.028	91.269	110.712	127.254	141.140

De las Inversiones								
- Incremento en Activos Fijos Brutos		-16.867	-66.243	-32.050	-29.959	-27.536	-25.202	-23.331
- Incremento Inversión LP		-3.856	-32.489	-12.799	-11.221	-9.561	-8.021	-6.770
- Incremento Intangibles LP		222	-2.817	-987	-865	-737	-618	-522
- Incremento Otros Activos LP		0	0	0	0	0	0	0
- Incremento Diferidos LP		-17.831	-72.861	-30.737	-26.946	-22.961	-19.262	-16.257
=Total Inversiones		-38.332	-174.410	-76.573	-68.991	-60.795	-53.103	-46.880

ANEXO 3: FLUJO DE EFECTIVO

De la Financiación	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Activos							
-Incremento en Títulos	-3.349	0	0	0	0	0	0
Pasivos							
+ Incremento Obl. Financieras CP	2.704	5.816					
+ Incremento Deuda de Largo Plazo	13.180	61.871					
+ Incremento Acciones Preferenciales	0						
+ Incremento Capital Social	4.214	118.000					
+ Incremento Utilidas Retenidas	-0	70.590	83.082	101.728	117.616	130.945	142.195
+ Incremento Reservas	664	0	0	0	0	0	0
- Utilidades del Ejercicio t-1	-6.639	-9.843	-70.590	-83.082	-101.728	-117.616	-130.945
Efectivo Financiación	10.774	246.433	12.492	18.646	15.888	13.329	11.250
Efectivo							
Incremento en Efectivo	24.768	89.453	4.948	40.924	65.805	87.480	105.510
+Efectivo inicio	3.134	27.902	117.355	122.303	163.227	229.032	316.512
=Efectivo final	27.902	117.355	122.303	163.227	229.032	316.512	422.022