

Pacific Exploration & Production
 BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA: PREC

Primera cobertura o cobertura continua
 Fecha de valoración: septiembre 30 de 2015

Recomendación: VENDER

Precio de la Acción y Valor del IGBC

- Precio de la acción : COP 7.450 Valor Índice COLCAP: \$1.218,82
- Pérdida de valor, influenciada por bajos precios del petróleo y por entrega de Campo Rubiales
- Disminución demanda mundial, por lo que se espera para los próximos años el precio del petróleo oscile entre \$30 USD y \$50 USD por barril
- El precio esperado a alcanzar en el mes de diciembre de 2015 es de \$ 3.450

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA	837	530	545	596	646	705
FCLO	38	318	55	58	88	128
WACC	12,62%	12,80%	10,22%	8,28%	9,29%	10,87%
NOPLAT	(1.134)	(172)	(177)	(148)	(121)	(84)
ROIC	-8,1%	-1,1%	-1,1%	-0,9%	-0,7%	-0,5%
ROA	-9,3%	-2,6%	-2,5%	-2,2%	-2,3%	-1,9%
ROE	-29,2%	-6,5%	-6,1%	-5,2%	-5,3%	-4,2%

Cifras En USD MM

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: (COP 2.94 T) (USD 1.01 B)
Acciones en circulación: 315.604.458
Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: núm. acciones: 536.815 (\$8.337.005.321)
Bursatilidad: alta
Participación índice: 0,391%
Cotiza en: BVC-TORONTO y OTC en USA
Beta: 2.03
Rango último año: \$5.200 - \$34.600

Apreciación global de la compañía

Localización: Canadá - Toronto
Industria: petrolera
Descripción: es una compañía pública canadiense líder en exploración y producción de gas natural y crudo, con operaciones en América Latina. La compañía tiene un portafolio de activos diversificado con participación en más de 90 bloques de exploración y producción en siete países incluyendo Colombia, Perú, Guatemala, Brasil, Guyana, Papúa Nueva Guinea y Belice.
Productos y servicios: exploración, producción y transporte de gas natural y petróleo.
Sitio web de la compañía: <http://www.pacific.energy/en>

Analistas:
 Andrés Fernando Vásquez Álvarez
 Andrés Camilo Vélez Arango

Directora de la Investigación de Inversión:
 Sandra Constanza Gaitán Riaño
Asesor de Investigación:
 Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Precio de la acción de Pacific Exploration & Production Corp



Fuente: Bloomberg PREC 5 años (*Bloomberg Business*, 2015).

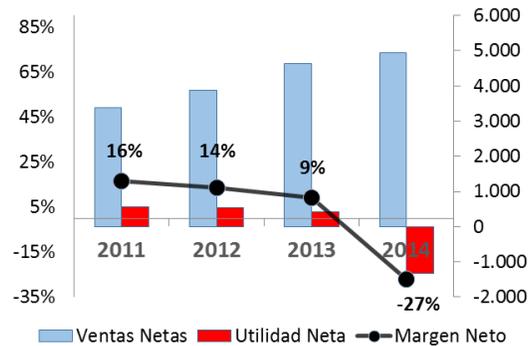
La acción de Pacific Exploration & Production Corp en el último año ha presentado tendencia bajista pasando de operar en septiembre de 2014 por encima de los \$30.000, a operar en el 2015 por niveles cercanos de los \$5.000 COP. Este comportamiento se vio influenciado principalmente por la caída del precio internacional del barril de petróleo WTI y del BRENT, los cuales han presentado un comportamiento similar que llevó a la referencia de crudo WTI de pasar de un barril de \$100 USD a operar por debajo de los \$40 USD por barril durante el 2015. Esta situación, sumada a la decisión que tomaron las directivas de Ecopetrol de no renovar el contrato de su campo más representativo en cuanto a producción (Rubiales), le ha imprimido importante volatilidad y aversión al riesgo por parte de los inversionistas al título de la canadiense.

Por su parte, el anuncio que realizó la compañía el 20 de mayo de 2015 sobre una posible negociación de sus acciones con el grupo ALFA, S.A.B. de C.V., y Harbour Energy a un precio de \$6,5 USD por acción y su posterior desistimiento llevaron a una mayor volatilidad e incertidumbre en su cotización.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

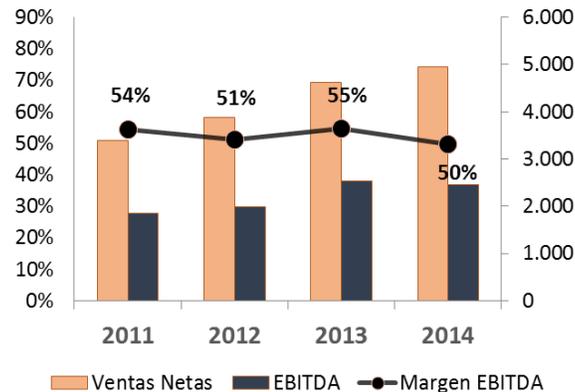
Los bajos precios internacionales del petróleo, el consumo de reservas actuales mayor a la consecución de nuevas reservas, el futuro incierto luego de la entrega en el 2016 del Campo Rubiales con respecto a rubros como la producción y el constante deterioro en las principales cifras financieras, sustentan el precio objetivo a doce meses.

Gráfica 2. Margen neto*



* Las gráficas, cuadros y tablas que aparecen en este texto y no tienen fuente fueron elaboradas por los autores.

Gráfica 3. Margen EBITDA



Para los próximos cinco años, si las condiciones actuales continúan, se puede esperar una compañía con problemas de caja, inversión nula en exploración y con dificultades para cancelar sus obligaciones crediticias, por lo que en la actualidad se considera necesaria la consecución de un socio estratégico o una posible negociación con alguna multinacional que pueda inyectar liquidez para continuar con el proceso exploratorio y de inversiones. Esta situación sustenta nuestra recomendación de venta.

TESIS DE INVERSIÓN

Pacific Exploration & Production es una de las compañías de capital privado más importante de Colombia y tiene una significativa participación dentro de los índices accionarios colombianos. La compañía canadiense cuenta con el título extranjero de mayor relevancia en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). La cotización de la acción de la empresa petrolera se ha caracterizado desde un comienzo por una alta volatilidad con un coeficiente Beta de 2.03, influenciada por la sensibilidad y exposición al sector de los commodities de energía, por la variación en la cotización del peso frente al dólar, precio internacional del crudo, yacimientos, nuevas formas de extracción de crudo y costos de producción, incursión en otros negocios, venta y adquisición de compañías,

entre otros. La compañía acostumbra a realizar el pago a sus directivos y colaboradores con acciones de Pacific, lo que ha llevado a que a la fecha cuenta con más de 315.000.000 de acciones en circulación, lo que ha contribuido a la disminución del valor intrínseco de la acción (entrevista de los autores con el exanalista del sector petróleo ADPCAP Omar Escorcia, Medellín, agosto de 2015).

El 40% del valor de la empresa proviene de los resultados exploratorios, lo que convierte a su acción en una inversión de alto riesgo por el componente de incertidumbre en los resultados que se puedan obtener del potencial exploratorio

Amenazas y oportunidades en el futuro cercano de la empresa

Para lo que resta del 2015 y 2016 el mercado y los inversionistas continuarán expectantes sobre el futuro de la compañía canadiense. Temas como el de una posible negociación con alguna compañía del sector y la entrega del Campo Rubiales a la empresa estatal colombiana Ecopetrol son factores que pueden afectar el futuro cercano.

Con la terminación del contrato de Rubiales entre la estatal y Pacific se espera se pueda reducir un 35%, aproximadamente, de la producción e ingresos de la compañía; sin embargo, también se espera que campos como CP6 puedan llegar a suplir en un mediano plazo esta pérdida.

En el tema financiero el precio internacional del petróleo, la fluctuación de los mercados financieros (tipos de cambio) y los hechos de orden público en el país continuarán siendo un factor determinante para sus resultados (entrevista de los autores con el exanalista del sector minero energético Sebastián Piñeros, Medellín, agosto de 2015).

VALORACIÓN

Para determinar un valor aproximado de la compañía, y puntualmente de sus acciones para diciembre de 2015, se utilizó la metodología de valoración conocida como Flujo de Caja Libre Descontado. Esta metodología es la elegida ya que permite determinar la posibilidad de la compañía de generar flujo de caja libre en los próximos cinco años, de acuerdo con un análisis de los resultados históricos y de la estrategia y entorno de la compañía para los próximos años. Los flujos futuros se descontaron a valor presente con la tasa promedio ponderado de las fuentes de financiación (WACC) y posteriormente se arrojó un valor aproximado de la compañía.

RESULTADOS DE LA VALORACIÓN

La proyección de flujo de caja libre de la compañía arrojó aspectos importantes como:

- La disminución del margen EBITDA y neto de la compañía teniendo en cuenta un esfuerzo importante que busca mejorar los costos; sin embargo, factores como la proyección del precio del petróleo y la reducción en la producción afecta dicho margen.
- Disminución en el CAPEX influenciado por la proyección de sus resultados futuros.
- Caída de las reservas por falta de inversión en exploración.

Tabla 1. Proyección Flujo de Caja Libre Operativo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Utilidad operativa	1.173	1.034	1.146	-417	-1.134	-172	-177	-148	-121	-84
(-) Impuestos operativos		351	390	0	0	0	0	0	0	0
(=) NOPLAT		682	756	-417	-1.134	-172	-177	-148	-121	-84
(+) Depreciaciones y amortizaciones		954	1.379	2.880	1.971	701	722	744	766	789
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO		1.636	2.136	2.463	837	530	545	596	646	705
(-) Inversión capital de trabajo		-157	-256	-251	409	-225	67	102	109	115
(-) Inversión PPE		2.483	4.120	2.496	472	435	421	433	446	460
(-) Inversión otros activos		108	-176	141	6	5	5	5	5	5
(=) FCLO		-798	-1.552	76	-50	315	53	55	85	125

MÚLTIPLOS COMPARABLES

Tabla 2. Valoración por múltiplos del sector

	Market Cap	EV2P	EV/EBITDA
Canadian Natural Resources Limited	21.405	6,39x	7,02x
Bankers Petroleum Ltd.	337	3,25x	2,45x
Baytex Energy Corp.	615	15,82x	4,13x
Canadian Oil Sands Limited	2.248	4,21x	6,21x
Tourmaline Oil	4.931	8,71x	7,35x
Bonavista Energy	511	5,44x	4,83x
Petroamerica	60	6,03x	1,84x
Gran Tierra	636	12,29x	1,80x
Parex Resources	969	17,48x	2,36x
Canacol	270	4,93x	6,46x
Pacific Rubiales	707	11,50x	4,55x
Premier Oil	494	10,23x	3,31x
Crescent Point	5.655	11,43x	5,58x
Geopark	176	4,42x	NA
QGEP	376	4,37x	1,82x
Promedio total		8,43x	4,06x
Precio teórico PREC 2015 de acuerdo al promedio de los múltiplos del sector 2014		\$5.429,57	\$ 6.246,15

Fuente: *Bloomberg Business* (2015).

RANGO DE VALOR RESULTANTE DEL ANÁLISIS DE ESCENARIO

A continuación se relacionan los resultados obtenidos del análisis de escenarios aplicando la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado:

Precios internacionales del petróleo cercanos a los 40 USD y consumo de las reservas actuales.

(=) Valor patrimonio por FCLO	\$ 216	USD MM
Valor por acción	\$ 0,7	USD
	\$ 1.986	COP

Precios internacionales del petróleo cercanos a los 40 USD e incremento anual de reservas de un 5%.

(=) Valor patrimonio por FCLO	\$ 375	USD MM
Valor por acción	\$ 1,2	USD
	\$ 3.449	COP

Precios petróleo proyectados por Bloomberg (55 USD promedio) y consumo de reservas actuales.

(=) Valor patrimonio por FCLO	\$ 1.149	USD MM
Valor por acción	\$ 3,6	USD
	\$ 10.556	COP

Precios petróleo proyectados por Bloomberg (55 USD promedio) e incremento anual de reservas de un 5%.

(=) Valor patrimonio por FCLO	\$ 1.276	USD MM
Valor por acción	\$ 4,0	USD
	\$ 11.728	COP

Alcanzar el precio de mercado actual de la acción podría lograrse con unos precios del petróleo alrededor de 46 dólares por barril (precio actual) y un incremento en las reservas del 5%. Se resumen los resultados en la siguiente tabla:

(=) Valor patrimonio por FCLO	\$ 773	USD MM
Valor por acción	\$ 2,45	USD
	\$ 7.100	COP

Se desarrolló también un análisis de sensibilidad sobre al impacto en el precio de la acción al modificar las variables Tasa de Crecimiento (g) VS WACC, teniendo en cuenta el escenario recomendado de bajos precios del petróleo y crecimiento de reservas anuales de un 5%; los resultados fueron los siguientes:

Tabla 2. Sensibilidad de WACC versus g

(G)	Tasa de crecimiento	WACC					
			-100 pb	-50 pb	Base	+ 50 pb	+100 pb
			11,62%	12,12%	12,62%	13,12%	13,62%
	-100 pb	0,50%	\$ 2.830	\$ 2.790	\$ 2.745	\$ 2.700	\$ 2.660
	-50 pb	1%	\$ 3.170	\$ 3.120	\$ 3.080	\$ 3.040	\$ 2.990
	Base	1,50%	\$ 3.540	\$ 3.500	\$ 3.450	\$ 2.400	\$ 3.360
	+ 50 pb	2%	\$ 3.960	\$ 3.910	\$ 3.860	\$ 3.810	\$ 3.760
	+100 pb	2,50%	\$ 4.420	\$ 4.320	\$ 4.320	\$ 4.270	\$ 4.220

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector minero energético en Colombia representó el 7,3% del Producto Interno Bruto (PIB) en 2014, cifra que ha fluctuado entre el 5% y el 8% en los últimos quince años. La producción diaria de petróleo durante el 2014 estuvo alrededor de un millón de barriles (aproximadamente el puesto 20 a nivel global), logrando una cifra anual de 361 millones de barriles; las reservas actuales probadas de crudo en Colombia están alrededor de 2,303 millones de barriles (aproximadamente ubica a Colombia en el puesto 35 a nivel global) lo que indica que, con los niveles de producción actuales, se tardará menos de siete años en consumir dichas reservas.

Las fuentes de creación de valor de la industria en Colombia son: a) Posibilidad de crecimiento: existe una parte importante del territorio colombiano que aún no ha sido explorado y el cual tiene una alta probabilidad de contener reservas de petróleo. Sin embargo, pese a ello existen riesgos asociados como el de no encontrar las suficientes reservas para que todos los actores del mercado crezcan o que existan periodos significativos de precios del petróleo muy bajos; b) Pacific Exploration & Production, y en general el mercado internacional para el barril WTI, tiene una fuente de creación de valor a través de la eficiencia en costos y gastos operativos, es aquí donde puede generarse el valor necesario para soportar periodos de alta volatilidad y c) la otra fuente de creación de valor recae en la efectividad de las exploraciones y cómo cada peso invertido se traduzca en unas mayores reservas. Sin embargo, a pesar del potencial exploratorio existente en Colombia, esto no ha dado los resultados esperados, lo que convierte este ítem en una fuente de creación de valor que se encuentra pendiente para todo el mercado y sus actores.

Los factores macroeconómicos más influyentes sobre el sector petrolero en Colombia son: a) La oferta y la demanda mundial, ya que son elementos difícilmente controlables por los actores internos; b) El precio del dólar, correlacionado negativamente con el precio del petróleo, que representa un factor de riesgo en periodos de alta volatilidad, c) Las tasas de interés, especialmente las de Estados Unidos, que pueden desviar los flujos de inversión de acuerdo a los diferenciales que se generen frente a mercados particulares.; d) La Inversión Extranjera Directa (IED), la cual viene dada por la confianza de los inversionistas en el mercado colombiano y que en los últimos años fue particularmente buena luego de la crisis hipotecaria en Estados Unidos y sus consecuentes bajas tasas de interés y e) El crecimiento de la población mundial y la demanda generada por algunos

mercados como el de China, los cuales han mostrado una incidencia sobre los precios del petróleo y la producción en los mercados emergentes y en el mercado colombiano.

La industria petrolera en Colombia es regulada. En la instancia superior se encuentra el administrador de los recursos naturales no renovables: el Ministerio de Minas y Energía. Del ministerio dependen directamente a) La comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) encargada de la libre competencia del sector energético, esto incluye la regulación en materia de precios; b) La Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), la cual tiene como misión planear integralmente el desarrollo del sector en Colombia y apoyar la formulación de la política pública; por último, y también dependiente del ministerio, se encuentra c) La Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), la cual heredó de Ecopetrol la administración y regulación del recurso hidrocarburífero de la nación.

Los principales indicadores de performance de la industria petrolera en Colombia son: a) indicadores operativos: las reservas probadas y probables de crudo (2p), la producción diaria y anual, la relación entre reservas y producción, el número de pozos y los contratos de exploración; también se encuentran b) Los indicadores financieros: como las ventas, márgenes de rentabilidad bruta, operativa, neta y EBITDA, el flujo de caja, los indicadores de endeudamiento y liquidez, entre otros.

Tabla 3. Principal Indicadores de performance de la industria petrolera en Colombia

Indicador sector	Unidad	2010	2011	2012	2013	2014
Reservas de crudo	Millones de barriles	2.058	2.259	2.377	2.445	2.308
Producción anual	Millones de barriles	287	334	346	366	361
Producción diaria	Barriles	796.667	915.342	946.575	1.002.192	989.863
Relación R/Producción (años)	Años	7,2	6,8	6,9	6,7	6,4
Pozos Exploratorios A-3	Número	112	126	131	115	113

Indicador sector	2014
Número de empresas	676
Ventas (billones de \$)	152

Fuente: *Superintendencia de sociedades* (2013).

Los determinantes del precio del commodity son: a) Determinantes del precio interno: se encuentra regido por el precio internacional del petróleo; b) Determinantes del precio internacional del petróleo: por un lado se encuentran factores de oferta del activo, los cuales recaen principalmente en desarrollos tecnológicos e iniciativas privadas donde los mismos precios estimulan o desestimulan una mayor o menor oferta futura; por otro lado, se localizan factores de demanda los cuales están determinados por el crecimiento económico y poblacional de los mercados, principalmente de los grandes actores: Estados Unidos, China, India y Europa; también se encuentran los c) Factores indirectos: afectados por la utilización de otros recursos energéticos sustitutos del petróleo como el carbón y las energías alternativas exploradas por la ciencia y el precio del dólar que pueden actuar como factor decisivo al modular la demanda del petróleo a través del poder adquisitivo de los países compradores.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Pacific Exploration & Production es una compañía canadiense de capital público líder en exploración, producción y transporte de gas natural y petróleo, con operaciones en América Latina. La compañía tiene un portafolio de activos diversificado con participación en más de noventa bloques de exploración y producción en siete países incluyendo Colombia, Brasil, Perú, Guatemala, Guyana, Papúa Nueva Guinea y Belice. La estrategia de la compañía está enfocada en el crecimiento sostenible de la producción y las reservas (*Pacific Exploration & Production*, 2015).

Las acciones ordinarias de la compañía cotizan en la Bolsa de Valores de Toronto y en la BVC bajo los símbolos de cotización PRE y PREC, respectivamente, en el mercado OTC de los Estados Unidos se ubica con el nemotécnico PRE.TO.

Sus inicios se remontan al año 2007, fecha en la cual los propietarios de Pacific Stratus Energy se fusionaron con Petro Rubiales, una compañía que tenía dentro de sus campos de extracción el más importante del país (llegó a representar el 25% de la producción diaria de petróleo de Colombia). Para ese entonces, Campo Rubiales —ubicado a 167 kilómetros de Puerto Gaitán (Colombia)— no producía más de 25.000 barriles diarios. Sin embargo, con la llegada de los nuevos inversionistas, que aplicaron las técnicas de PDVSA, incrementaron sus niveles de producción.

Luego de varios años de bonanza y adquisiciones, en 2012, dentro de sus más reconocidas negociaciones, la petrolera canadiense adquirió a Petromagdalena por \$243 millones de dólares y al año siguiente a Petrominerales en una operación que ascendió a \$1.551 millones de dólares, compañía que se encontraba listada en la bolsa de Toronto.

En el año 2013 Pacific Exploration & Production Corp. ingresó al Índice de Sostenibilidad Dow Jones de los Estados Unidos y fue ratificada en 2014.

La compañía, actualmente, tiene una participación del 27,6% en el capital del Oleoducto Bicentenario. Al cierre de 2014 la compañía canadiense reportó una producción neta de 147.423 bpe/d (solo petróleo), lo que representó un aumento del 14% con el mismo periodo del año inmediatamente anterior. Los ingresos se ubicaron cerca de los \$5 billones de pesos, \$0,4 billones más que en el 2013, mientras que la utilidad neta se ubicó en \$-1,3 billones motivada por el registro de una provisión no monetaria relacionada con el deterioro de los activos de petróleo y gas y por la caída de los precios internacionales del petróleo. El promedio de ventas de gas y crudo para el cierre de 2014 fue de 158,026 bpe/d. Las reservas probadas de Pacific Exploration & Production al 31 de diciembre de 2014 fueron del orden de 315,02 MMBpe, mientras que las reservas 2p (probadas más probables) se ubicaron en 510,9 MMBpe para el mismo periodo.

Gráfica 4. Campos por países



Fuente: *Pacific Exploration & Production* (2015).

Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

Cuadro 1. Matriz DOFA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Proyecto Star (tecnología de punta). Sistema de recuperación adicional de petróleo desarrollada y patentada por Pacific que usa la combustión controlada de un yacimiento para calentar el crudo pesado, hacerlo más ligero y permitir que suba en mayores cantidades a la superficie. • Conocimiento del Campo Rubiales. • Trayectoria de sus directivas en la exploración, producción y transporte de gas natural y petróleo. • Plan de disminución de costos de operación. • Conocimiento en otros países de la región para la producción creciente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de desarrollar alianzas estratégicas con compañías locales como Ecopetrol y Canacol o con multinacionales como Petrobrás. • Incursión en México y otros países de la región que permita el aumento de producción y reservas. • Consecución de inversionistas ya sea como socios estratégicos o como nuevos dueños. • Apertura de nuevos oleoductos. • Nuevos descubrimientos de yacimientos de petróleo en Colombia.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Alta dependencia de Campo Rubiales. • Riesgo de reputación debido a las constantes demandas y acusaciones a sus accionistas y directivos. • Nivel actual de reservas que le da a la compañía una vida útil de menos de ocho años. • Adquisición de nuevas licencias ambientales. • Disminución de la calificación de riesgo crediticio. 	<ul style="list-style-type: none"> • Caída precio internacional del petróleo. • Sensibilidad a los factores macroeconómicos externos. • Atentados terroristas a la infraestructura petrolera. • Retardo para la adjudicación de las licencias ambientales. • Problemas sindicales.

Productos y servicios

Exploración, producción y transporte de gas y petróleo.

La producción de Pacific Exploration & Production estuvo distribuida en 58% de crudo pesado, 35% crudo liviano y 7% gas natural para el 2014.

Estrategia empresarial

La estrategia de Pacific Exploration & Production se encuentra enfocada en el crecimiento sostenible en producción y reservas y la generación de valor.

La compañía, en sus reportes, anuncia su compromiso para desarrollar su negocio de manera social y ambiental de manera responsable.

Análisis de los competidores

Para Pacific Exploration & Production su principal competidor en Colombia es la estatal Ecopetrol, la participación de estas dos compañías suma más del 60% de la producción diaria petrolera en el país que a enero de 2015 se ubica cercana al millón de barriles diarios en promedio. Sin embargo, compañías como Canacol Energy y Occidental de Colombia también han aumentado su participación y actualmente cuentan con una contribución entre el 8% y el 10% de la producción total diaria en el país.

Por su parte, Ecopetrol continua siendo la petrolera en Colombia con mayor cantidad de reservas probadas netas, ya que al cierre de 2014 ascendieron a casi 2.000.000 millones de barriles de petróleo equivalente (Mbpe), mientras que Pacific Exploration & Production al mismo cierre reportó reservas probadas al orden de 315,02 MMbpe. La producción diaria de Ecopetrol está alrededor de los 750.000 barriles versus los 130.000 barriles de Pacific.

La compañía, por su presencia en países de la región como Brasil, Perú, Guatemala entre otros y su cotización en Colombia, Toronto y Nueva York, hace que los inversionistas la comparen también con importantes entidades a nivel mundial como Exxon Mobile, Chevron, Petrobras, PetroChina, British Petroleum, entre otras.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

En el año 2003, cuando el barril de crudo se cotizó en \$30 USD, José Francisco Arata, que se desempeñó hasta agosto de 2015 como el presidente de Pacific Exploration & Production, y otros exfuncionarios de PDVSA comenzaron a estudiar la geología colombiana y a adquirir los primeros campos de exploración a través de Pacific Stratus, siendo el bloque La Creciente, ubicado en el departamento de Sucre, una de las primeras zonas.

Posteriormente, con un barril más caro y aprovechando el conocimiento que tenían en crudos pesados, se produjo una compra en julio del 2007 al empresario Germán Efromovich, de la empresa Rubiales Holdings Limited, dueña de Meta Petroleum, quien tenía un contrato de asociación con Ecopetrol en el Campo Rubiales (Meta), que para cada año produjo 18.724 barriles por día.

Es así como un grupo de canadienses y venezolanos incursionaron en el 2008, tras la fusión de Pacific Stratus y Petro Rubiales (firma que compró a Rubiales Holdings), se posicionó muy rápidamente como la firma de capital privada más grande del país, la cual alcanzó para el año 2013 una producción superior a los 200.000 barriles de petróleo diarios.

Dentro de los logros más significativos de su administración se destaca:

- Emisiones de deuda corporativa nacional e internacional mediante diversos esquemas de financiación.
- Inscripción de la acción en la Bolsa de Valores de Nueva York, Colombia, Brasil y Toronto.
- Consolidación de la compañía extranjera de capital privado más representativa del país y la segunda en importancia dentro del sector en Colombia.
- Calificación crediticia en grado de inversión por las principales calificadoras de riesgo.
- Pioneros en la implementación de tecnología Star.
- Participación en los principales oleoductos del país.
- Implementación de prácticas de buen gobierno en materia socio-ambiental logrando la inclusión en el índice Dow Jones Sustainability.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

Tabla 4. Accionistas

Inversionistas	Porcentaje	Posición	País
Alfa SAB de CV	18,95%	59.897.800,00	Mexico
Trafigura Beheer B.V. Amsterdam	10,01%	31.653.370,00	Netherlands
Telmaven Overseas Inc.	9,34%	29.535.900,00	Canada
Telmaven Overseas, Inc.	9,34%	29.535.900,00	Canada
Lazard Asset Management, L.L.C.	9,09%	28.732.112,00	United States
Capital World Investors	8,14%	25.736.138,00	United States
Janus Capital Management LLC	7,34%	23.197.632,00	United States
Adar Macro Fund	2,85%	9.000.000,00	Canada
Calborn International, Ltd.	2,85%	9.000.000,00	Canada
Agency Partner Corp.	2,64%	8.350.000,00	Canada
Agency Partner Corporation	2,64%	8.350.000,00	Canada
Volbor Trading, Ltd.	1,89%	5.960.000,00	Canada

Fuente: *Bloomberg Business* (2015).

Liquidez accionaria

La acción de Pacific Exploration & Production transa en la BVC desde el 2009; a partir de ese momento, en menos de seis meses, se convirtió en una de las acciones con mayor monto negociado en la BVC representando casi un 40% del total negociado en promedio diario.

En los últimos cinco años el monto promedio diario de negociación para la compañía se encuentra por los \$ 27.067.318.002,68 que equivale a número de acciones: 673.998,3 aproximadamente.

Libre flotación

Según Bloomberg la compañía en la actualidad cuenta con aproximadamente 152.900.000 de acciones flotantes, lo que representa un 48% aproximadamente sobre el

total de las acciones en circulación.

Política de dividendos

La Junta Directiva de la compañía no ha adoptado una política estable y formal sobre dividendos. La Junta revisa trimestralmente el desempeño financiero de la compañía y toma una determinación del nivel adecuado de dividendos que será declarado en el próximo trimestre. En el año 2014, y en lo que va corrido del 2015, la compañía pagó un dividendo trimestral promedio en efectivo de US 0,165 por Acción Ordinaria. En total, se pagaron aproximadamente US207,55 millones a los titulares de Acciones Ordinarias durante el 2014. Hasta agosto de 2015 se han pagado cerca de US 660,45 millones en dividendos a los accionistas de la compañía.

RIESGOS DE INVERSIÓN

El mayor riesgo asociado a la actividad de la compañía canadiense es la de agotar sus reservas y la volatilidad de los precios internacionales del petróleo, hechos que determinan los ingresos futuros y la existencia de la compañía. Sin embargo, hay también riesgos asociados a la operación que se pueden clasificar en naturales y en antrópicos. En el grupo de los riesgos naturales se destacan: sismos, lluvias e inundaciones, licuefacción, deslizamientos activos, contaminaciones acuíferas, erupciones volcánicas, erosión, riesgos asociados a la dinámica atmosférica como vendavales y rachas de viento, asentamientos de terrenos, entre otros. En el grupo de los antrópicos se encuentran la impericia de los trabajadores, la falta de controles en los procesos y procedimientos, la mala gestión de riesgos, los criterios de selección y rotación de personal, los riesgos políticos, los sabotajes y los actos terroristas, entre otros.

Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio)

La caída y las altas fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo se convierten en el riesgo financiero más significativo de la empresa, hecho que representa un impacto en el flujo de caja, el cual afecta directamente la capacidad de endeudamiento de la empresa (crédito, emisión de bonos, acciones), y el flujo del inversionista que se refleja en la rentabilidad de los dueños. Para mitigar este riesgo la compañía hace uso de los instrumentos derivados, con el fin de reducir su exposición a los movimientos en los precios del petróleo crudo y gas. En los seis meses con corte a 30 de junio de 2015 los ingresos acumulados por concepto de coberturas de petróleo ascendieron a \$17,35 millones.

Riesgo de tipo de cambio

La compañía está expuesta a la incertidumbre, al entorno económico y financiero mundial, por la volatilidad en el cambio de divisas en donde la compañía tiene presencia, lo que afecta los flujos de fondos requeridos para financiar el crecimiento del negocio. La empresa ha implementado actividades de cobertura sobre el cambio de divisas con el fin de proteger parte del capital en riesgo, esta actividad de cobertura ayuda a asegurar la sostenibilidad operacional y a mitigar en el corto plazo situaciones extremas que pueden surgir en el difícil entorno económico actual.

Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)

La actividad principal de la compañía depende principalmente del éxito de los hallazgos de nuevas reservas adicionales de petróleo o gas natural que permita la sostenibilidad a largo plazo del negocio. La mayor parte de los ingresos y capital de trabajo de la empresa canadiense se invierte en exploración del crudo.

Riesgo operativo

Por ser una actividad compleja que pertenece a un sector especializado, la operación se ve amenazada constantemente por posibles errores humanos, tecnológicos e imprevistos externos; es por esto que la compañía constantemente busca una estandarización de sus procesos, la especialización de su recurso humano y la implementación de planes de contingencia que ayuden a controlar las situaciones de emergencia y a minimizar las consecuencias negativas.

Riesgo financiero

Uno de los mayores retos para las compañías del sector se fundamenta en la necesidad de caja y liquidez que permitan realizar con facilidad las actividades de exploración y producción de crudo. Pacific Exploration & Production mantiene una buena relación con las entidades financieras, los tenedores de bonos y accionistas que le permite en algún momento acceder a recursos para su operación; sin embargo, el riesgo está en una posible baja de calificación crediticia o en una disminución en los cupos de crédito.

Riesgo de procesos internos

Algunos de sus directivos o principales accionistas están vinculados a otras compañías del mismo sector o participan de manera directa o indirecta del negocio, por lo que la empresa es susceptible a posibles conflictos de interés. Sin embargo, dentro del Código de Ética adoptado en Colombia se deja plasmado que los miembros de la Junta Directiva están obligados por la Ley de Sociedades, aplicable en el país, a actuar con honestidad y buena fe cumpliendo con los intereses de la compañía, y se ven obligados a divulgar cualquier interés que puedan tener sobre cualquier proyecto u oportunidad para la empresa.

Riesgo sindical

Actualmente, en la compañía no existe organización sindical; aunque debe considerarse ya que existe la probabilidad de que sea conformada, por lo tanto puede ser un riesgo potencial dadas las condiciones en las que están expuestos los operarios de las compañías en cuanto a las condiciones laborales (salarios, puestos de trabajo, estabilidad laboral, plan de incentivos y capacitación, riesgos y enfermedades laborales, entre otros).

Riesgo legal o de regulación

La regulación y políticas impuestas en el país por la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) son de carácter obligatorio y se deben de cumplir tal cual están estipuladas;

cualquier endurecimiento de las normas, retraso de licencias, aumento de las regalías y modificación de las reglas de operación son un riesgo para las compañías en el país.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

- **Ventas estimadas:** a partir de la producción en número de barriles proyectada por la empresa, la información de las reservas actuales con incrementos anuales del 5% y los precios proyectados del barril de WTI se calcularon los ingresos por producción. Para las ventas proyectadas se tuvo en cuenta la curva de declinación de las reservas y producción dadas las condiciones actuales, como es el caso de la entrega del Campo Rubiales y la posibilidad de que campos como CP6 puedan suplir en parte estos ingresos.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas Netas	3.381	3.885	4.627	4.950	2.276	1.437	1.482	1.630	1.792	1.969

Cifras en \$MM

- **Costo de la mercancía vendida:** para la proyección de los costos de producción se tuvo en cuenta el comportamiento histórico del netback operacional (ingresos y ganancias de la operación) de la empresa y también se tuvo en cuenta el plan que está plasmado en sus informes de gestión, en donde dejan constancia que son prioridad de la administración.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Costo de Ventas	1.246	1.586	1.723	2.105	1.252	790	815	896	986	1.083

Cifras en \$MM

- **Gastos de administración y de comercialización:** se tomó como un porcentaje sobre el nivel de ventas, que en este caso fue del 8% y que va con un porcentaje acorde con el sector, tipo de compañía y con los planes futuros.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Gastos de administración y ventas	225	311	376	371	173	109	113	124	137	150

Supuestos de inversión

CAPEX y activos fijos: de acuerdo a lo manifestado por los directivos de Pacific, en el horizonte mediano la compañía pretender bajar los niveles de inversión que ha venido presentando en el pasado. Es por esto que se proyecta un crecimiento promedio anual del 4% en activos fijos y se espera que estos se capitalicen en unas mayores reservas.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PPE	4.023	6.506	10.625	13.122	13.594	14.029	14.450	14.883	15.330	15.790
Dep. Acum.	1.022	1.839	3.145	5.591	7.562	8.263	8.986	9.730	10.497	11.286
PPE Neto	3.001	4.667	7.481	7.531	6.032	5.765	5.464	5.153	4.833	4.504

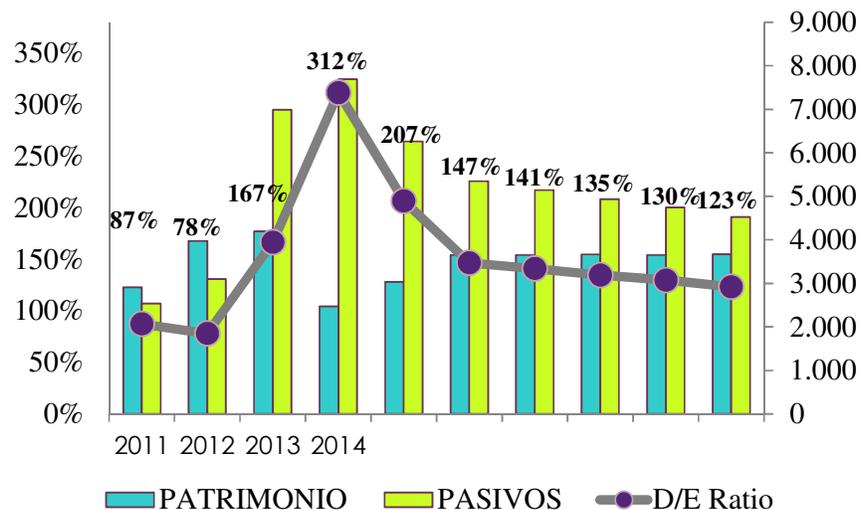
Capital de trabajo

El supuesto fundamental es que el ciclo operativo histórico de la empresa continuará su patrón durante los próximos años a pesar la disminución en las ventas de la compañía. Los supuestos de proyección de capital de trabajo parten del comportamiento histórico del número de días de cartera, inventarios y proveedores. Para este caso tomamos un promedio de los últimos cuatro años: el número de días de cartera es 27, el número de días de inventario es 25 y el número de días de proveedores es 67.

Hipótesis financieras

- **Estructura financiera. D/E ratio:** se proyecta una estabilización del indicador, el cual para el año 2014 presenta un fuerte pico producto del alto endeudamiento ocasionado por las altas inversiones realizadas. Debido al supuesto de una disminución en el ritmo de inversiones la deuda también es estabilizada.

Gráfica 5. Estructura financiera



Impuestos

- **Impuesto sobre la renta:** el impuesto sobre la renta es proyectado de acuerdo a los cambios realizados en la última reforma tributaria de Colombia. Se muestran los valores en la siguiente tabla.

	2016	2017	2018	2019	2020
Tasa Impositiva	40%	42%	43%	34%	34%

BIBLIOGRAFÍA

Agencia Nacional de Hidrocarburos (2015). Recuperado de <http://www.anh.gov.co/Paginas/inicio/default.aspx>

Banco de la República (2015). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co>

Bloomberg Business (2015). Recuperado de <http://www.bloomberg.com/>

Bolsa de Valores de Colombia (2015). Recuperado de <http://www.bvc.com.co>

Carollo, S. (2012). *Understanding Oil Prices: A Guide to What Drives the Price of Oil in Today's Markets*. Gran Bretaña: John Wiley & Sons.

Garavito, A., J. S. Rojas y J. E. Torres (2015). "Determinantes de la disminución reciente del precio del petróleo, evaluación de pronósticos y perspectivas". Recuperado de http://www.banrep.gov.co/docum/Lectura_finanzas/pdf/isi_dic_2014_recuadro1.pdf

García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín, Colombia: Digital Express.

Grise, Ch. (2010). "What Drives the Oil-Dollar Correlation?". Recuperado de file:///C:/Users/HP%20G-020/Downloads/WhatDrivesTheDollarOilCorrelation_preview.pdf

"Informe Estadístico Petrolero (IEP) y de Taladros" (2015). *acp*. Recuperado de <https://www.acp.com.co/index.php/es/informe-estadistico-petrolero-iep>

"La joven petrolera" (2015). *Revista Semana*. Recuperado de 20150516 <http://www.semana.com/100-empresas/articulo/la-joven-petrolera-pacificrubiales/427907-3>

"OPEC Annual Statistical Bulletin" (2014). *Organization of the Petroleum Exporting Countries*. Recuperado de www.opec.org

Pacific Exploration & Production (2015). Recuperado de <http://www.pacific.energy>

Pacific Rubiales Energy (2015). "Investor presentación". Recuperado de http://www.pacificrubiales.com/images/stories/pacificrubiales/archivos/presentations/2015/ingles/150401_April-Corporate-Presentation.pdf

Reuters (2015). Recuperado de <http://www.reuters.com/#7Dz1XDbzp2uhYxQ6.97>

Sistema de información de petróleo y gas colombiano (2015). Recuperado de www.sipg.gov.co

Superintendencia de sociedades (2013). Recuperado de
<http://www.supersociedades.gov.co/Paginas/default.aspx>

Superintendencia Financiera de Colombia (2015). Recuperado de
<https://www.superfinanciera.gov.co>

	2011	2012	2013	2014
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES				
Disponible	729,7	243,7	632,5	333,8
Inversiones temporales	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas por cobrar (deudores)	248,5	297,0	443,9	292,0
Otras cuentas por cobrar	451,3	378,8	555,0	702,2
Inventarios	181,3	125,0	59,5	45,3
Pagos por anticipado	2,5	2,0	2,8	5,2
Caja restringida	3,0	21,0	1,6	0,3
Otros activos corrientes	93,7	170,0	551,1	168,4
Activos corrientes	1.710,0	1.237,5	2.246,4	1.547,2
ACTIVOS LARGO PLAZO				
Propiedad Planta y Equipo (PPE)	4.022,7	6.505,7	10.625,4	13.121,5
Depreciación acumulada	1.021,6	1.839,2	3.144,7	5.591,0
Propiedad Planta y Equipo, neto	3.001,1	4.666,5	7.480,7	7.530,5
Activos diferidos e intangibles (Goodwill)	100,6	345,7	633,8	237,0
Amortización acumulada	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferidos e intangibles, neto	100,6	345,7	633,8	237,0
Otros activos intangibles	145,0	118,9	93,0	62,1
Otros activos de largo plazo	83,8	191,8	15,4	156,0
Inversiones	408,4	482,8	677,1	587,0
Loans Receivable	0,0	32,6	42,0	42,0
Activo largo plazo	3.738,9	5.838,3	8.942,0	8.614,6
Total activos	5.448,9	7.075,8	11.188,4	10.161,8

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

PASIVOS**PASIVOS CORRIENTES**

Obligaciones Fin. de corto plazo	6,9	19,6	818,4	844,5
Proveedores	696,0	1.227,9	463,7	600,4
Impuestos y retenciones	367,7	245,3	106,3	34,1
Dividendos por pagar	21,8	30,1	571,4	338,9
Otros acreedores	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos corrientes	67,4	3,2	443,5	542,1
Pasivos corrientes	1.159,8	1.526,1	2.403,3	2.360,0

PASIVOS LARGO PLAZO

Obligaciones fin. de largo plazo	924,7	1.184,6	3.818,2	4.332,2
Otros pasivos de largo plazo	456,6	391,6	740,0	815,0
Minority Interest	0,0	0,0	31,4	187,0
Pasivos largo plazo	1.381,3	1.576,2	4.589,6	5.334,2

Total pasivos	2.541,1	3.102,3	6.992,9	7.694,2
----------------------	----------------	----------------	----------------	----------------

PATRIMONIO

Capital	2.025,7	2.624,0	2.667,8	2.610,5
Otros	-20,1	37,8	-22,3	-147,0
Revalorización del patrimonio	145,7	157,2	157,7	129,0
Utilidades retenidas	202,3	626,7	975,6	1.209,9
Utilidades del ejercicio	554,2	527,8	416,7	-1.334,8
Valorizaciones	0,0	0,0	0,0	0,0
Total patrimonio	2.907,8	3.973,5	4.195,5	2.467,6

Pasivos y patrimonio	5.448,9	7.075,8	11.188,4	10.161,8
-----------------------------	----------------	----------------	-----------------	-----------------

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS						
ACTIVOS CORRIENTES						
Disponible	898	927	955	983	1.013	1.043
Inversiones temporales	0	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar (deudores)	173	110	113	124	137	150
Otras cuentas por cobrar	727	751	773	796	820	845
Inventarios	160	101	104	114	126	138
Pagos por anticipado	5	6	6	6	6	6
Caja restringida	0	0	0	0	0	0
Otros activos corrientes	174	180	185	191	197	203
Activos corrientes	2.139	2.074	2.136	2.216	2.299	2.386
ACTIVOS LARGO PLAZO						
Propiedad Planta y Equipo (PPE)	13.594	14.029	14.450	14.883	15.330	15.790
Depreciación acumulada	7.562	8.263	8.986	9.730	10.497	11.286
Propiedad Planta y Equipo, neto	6.032	5.765	5.464	5.153	4.833	4.504
Activos Diferidos e Intangibles (Goodwill)	246	253	261	269	277	285
Amortización acumulada	0	0	0	0	0	0
Diferidos e intangibles, neto	246	253	261	269	277	285
Otros activos intangibles	64	66	68	70	73	75
Otros activos de largo plazo	162	167	172	177	182	188
Inversiones	608	628	646	666	686	706
Loans Receivable	44	45	46	48	49	51
Activo largo plazo	7.155	6.925	6.658	6.383	6.100	5.808
Total activos	9.294	8.998	8.794	8.598	8.398	8.194

PASIVOS**PASIVOS CORRIENTES**

Obligaciones fin. de corto plazo	875	903	930	958	987	1.016
Proveedores	423	267	275	303	333	366
Impuestos y retenciones	35	36	38	39	40	41
Dividendos por pagar	339	339	339	339	339	339
Otros acreedores	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos corrientes	562	580	597	615	633	652
Pasivos corrientes	2.234	2.125	2.179	2.253	2.332	2.414

PASIVOS LARGO PLAZO

Obligaciones fin. de largo plazo	3.027	2.222	1.964	1.680	1.412	1.108
Otros pasivos de largo plazo	815	815	815	815	815	815
Minority Interest	187	187	187	187	187	187
Pasivos largo plazo	4.029	3.224	2.966	2.682	2.414	2.110

Total pasivos	6.263	5.349	5.145	4.936	4.746	4.524
----------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

PATRIMONIO

Capital	2.611	2.611	2.611	2.611	2.611	2.611
Otros	-152	-157	-162	-167	-172	-177
Revalorización del Patrimonio	134	138	142	146	151	155
Utilidades retenidas	1.210	1.210	1.210	1.210	1.210	1.210
Utilidades del ejercicio	-770	-152	-152	-137	-147	-129
Valorizaciones	0	0	0	0	0	0
Total patrimonio	3.031	3.649	3.649	3.663	3.652	3.669

Pasivos y patrimonio	9.294	8.998	8.794	8.598	8.398	8.194
-----------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

	2011	2012	2013	2014
Ventas netas	3.380,8	3.884,8	4.626,9	4.950,0
Costo de netas	1.245,5	1.586,4	1.723,3	2.105,3
Utilidad bruta	2.135,3	2.298,4	2.903,5	2.844,7
Margen bruto	63%	59%	63%	57%
Gastos de administración y ventas	225,0	311,3	376,0	370,9
Otros gastos operativos	68,4	0,0	2,4	11,3
Depreciaciones y amortizaciones	669,0	953,5	1.379,4	2.879,7
Utilidad operativa (EBIT)	1.172,9	1.033,6	1.145,7	-417,2
Margen operacional	35%	27%	25%	-8%
EBITDA	1.841,9	1.987,1	2.525,1	2.462,5
Margen EBITDA	54%	51%	55%	50%
Ingresos (egresos) en inversiones en acc.	6,8	-102,9	-29,1	-33,3
Ingresos por intereses o inversiones	0,0	0,0	17,5	29,7
Egresos intereses	86,5	92,9	177,5	279,7
Otros egresos no operacionales	4,4	23,8	49,3	34,1
Diferencia en cambio	-39,9	3,6	2,0	-86,2
Ítems inusuales	-46,5	0,0	0,0	-4,2
Ganancia (pérdida) en venta de inv.	0,0	0,0	12,3	61,9
Pérdida de Goodwill	0,0	0,0	0,0	383,0
Utilidad antes de impuestos	1.002,4	817,6	921,6	-1.146,1
Impuesto de renta	448,2	289,8	505,0	188,7
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad neta	554,2	527,8	416,7	-1.334,8

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ventas netas	2.275,9	1.437,1	1.482,1	1.630,0	1.792,4	1.969,0
Costo de ventas	1.251,7	790,4	815,2	896,5	985,8	1.082,9
Utilidad bruta	1.024,1	646,7	667,0	733,5	806,6	886,0
Margen bruto	45%	45%	45%	45%	45%	45%
Gastos de administración y ventas	173,4	109,5	112,9	124,2	136,6	150,0
Otros gastos operativos	13,5	7,6	8,9	13,3	24,4	30,6
Depreciaciones y amortizaciones	1.971,0	701,4	722,5	744,2	766,5	789,5
Utilidad operativa (EBIT)	-1.133,8	-171,8	-177,3	-148,2	-120,9	-84,1
Margen operacional	-50%	-12%	-12%	-9%	-7%	-4%
EBITDA	837,2	529,6	545,2	596,0	645,6	705,4
Margen EBITDA	37%	37%	37%	37%	36%	36%
Ingresos (egresos) en inversiones en acc.	-21,4	-13,5	-13,9	-15,3	-16,9	-18,5
Ingresos por intereses o inversiones	6,4	4,0	4,2	4,6	5,0	5,5
Egresos intereses	86,0	54,3	56,0	61,6	67,7	74,4
Otros egresos no operacionales	15,1	9,5	9,8	10,8	11,9	13,0
Diferencia en cambio	-16,3	-10,3	-10,6	-11,7	-12,8	-14,1
Ítems inusuales	-6,9	-4,3	-4,5	-4,9	-5,4	-5,9
Ganancia (pérdida) en venta de inv.	10,0	6,3	6,5	7,2	7,9	8,7
Pérdida de Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad antes de impuestos	-1.263,0	-253,4	-261,5	-240,7	-222,7	-195,9
Impuesto de renta	-492,6	-101,4	-109,8	-103,5	-75,7	-66,6
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidad neta	-770,5	-152,1	-151,7	-137,2	-147,0	-129,3
Margen neto	-34%	-11%	-10%	-8%	-8%	-7%

	2011	2012	2013	2014
(+) Utilidad operativa	1.173	1.034	1.146	-417
(-) Impuestos operativos		351	390	0
(=) NOPLAT		682	756	-417
(+) Depreciaciones y amortizaciones		954	1.379	2.880
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO		1.636	2.136	2.463
(-) Inversión capital de trabajo		-157	-256	-251
(-) Inversión PPE		2.483	4.120	2.496
(-) Inversión otros activos		108	-176	141
(=) FCLO		-798	-1.552	76

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Utilidad operativa	-1.134	-172	-177	-148	-121	-84
(-) Impuestos operativos	0	0	0	0	0	0
(=) NOPLAT	-1.134	-172	-177	-148	-121	-84
(+) Depreciaciones y amortizaciones	1.971	701	722	744	766	789
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	837	530	545	596	646	705
(-) Inversión capital de trabajo	409	-225	67	102	109	115
(-) Inversión PPE	472	435	421	433	446	460
(-) Inversión otros activos	6	5	5	5	5	5
(=) FCLO	-50	315	53	55	85	125

VALORACIÓN POR FCLO	2015
Flujo de Caja Libre Operativo	-50
Valor perpetuidad	
WACC	13%
Factor de descuento	1,13
Valor presente flujo de caja libre anual	-45
Valor presente flujo de caja libre	397
Valor presente perpetuidad	731
(+) Valor de la operación	1.127
(+) Inversiones temporales	0
(+) Otros activos	974
(=) Valor compañía	2.101
(-) Otros pasivos	1.726
(=) Valor Patrimonio por FCLO	375
Value per Share	1,2 3.449
	USD COP

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de Nueva Orleans, Luisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585