

Canacol Energy Ltd.

TMX: CNE, BVC: CNE.C, OTCQX: CNNEF

Cobertura continua

Fecha de valoración: 11 de septiembre de 2015

Recomendación: comprar

Precio de la Acción y valor del IGBC

¿Por qué? Es una empresa con una estrategia definida y de atractivo crecimiento.
 Entorno macroeconómico: Desaceleración económica mundial, depreciación en los precios del petróleo y aumento en la producción y oferta internacional.
 Precio de la acción: \$5.700,00
 Valor del COLCAP: \$1.249,58
 Potencial de valorización del 43.4%.
 Nuestro precio esperado a alcanzar en el mes 12 es **\$8.174,00**

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados (millones de COP)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Ingresos netos	259,640	318,942	371,942	423,374	481,492	466,883	455,869	477,638
Margen operacional	24.7%	33.3%	33.4%	37.4%	39.9%	36.6%	34.6%	36.1%
EBITDA	79,086	126,969	147,030	184,528	221,652	199,444	185,730	201,578
Margen EBITDA	30.5%	39.8%	39.5%	43.6%	46.0%	42.7%	40.7%	42.2%
FCL	-26,041	123,882	37,589	44,901	61,017	75,978	60,147	57,186
WACC	13.4%	9.5%	9.5%	9.4%	9.6%	10.0%	10.9%	10.7%
ROE (RPAT)	6.9%	38.1%	30.8%	28.6%	25.1%	18.1%	16.4%	14.9%
ROIC (RAN)	21.4%	23.7%	27.9%	31.4%	28.1%	28.5%	29.0%	0.0%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP614.542.541.700, USD269.536.203 (11 de septiembre de 2015)
Número de acciones en circulación: 107.814.481 acciones ordinarias
Volumen promedio diario (últimos seis meses): COP1.853.753.530,88
Bursatilidad: alta
Participación en el índice: 0.272%
Cotiza en Toronto Stock Exchange (TMX), Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y en el OTCQX de Estados Unidos de América
Beta: 0.91 (Fuente: Home page for Aswath Damodaran, update January 2015)
Rango en el último año: (últimos seis meses): COP5.010 (mínimo) y COP7.810 (máximo)

Apreciación global de la compañía

Localización: Canadá, Colombia y Ecuador, con actividades secundarias en Brasil y Perú
Industria: exploración y producción de petróleo y gas
Descripción: Canacol Energy Ltd. es una compañía canadiense dedicada a la producción, la exploración y el desarrollo de petróleo crudo y gas natural con operaciones en Colombia y Ecuador y actividades secundarias en Brasil y Perú
Productos y servicios: comercialización de crudos pesados y gas
Sitio web de la compañía: <http://www.canacolenergy.co>

Analistas:

Francisco Blandón Restrepo
 Oswaldo René Gómez Román

Directora de la investigación de inversión:

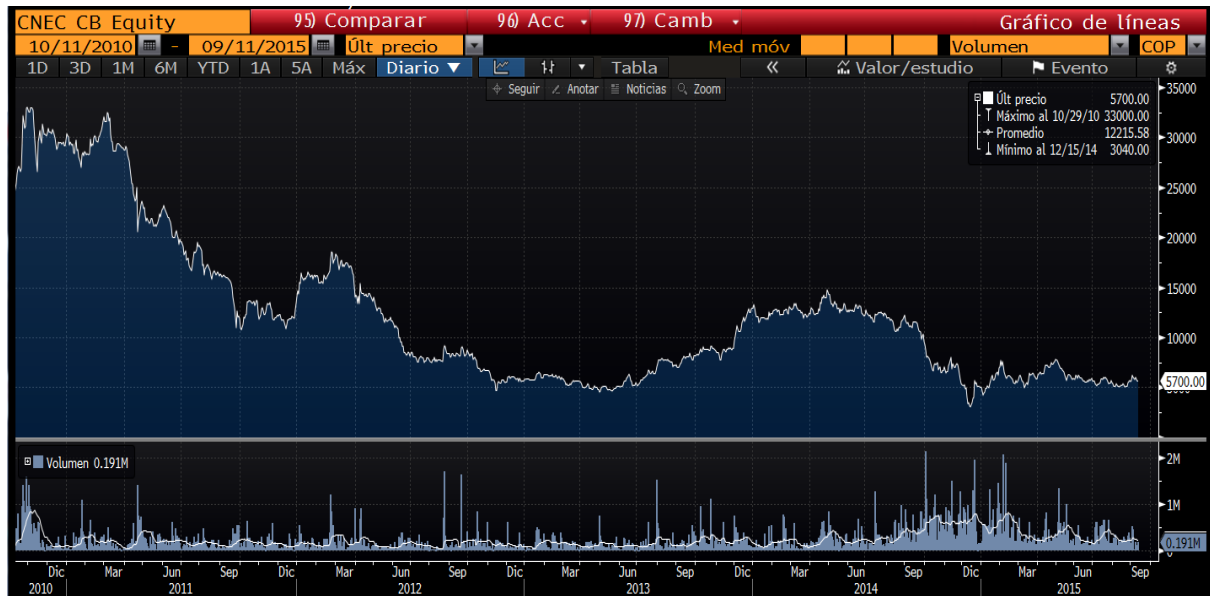
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfico 1. Precio de la acción de Canacol-CNEC



Fuente: Bloomberg (2015)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se emite una recomendación de compra basada fundamentalmente en el desarrollo de una estrategia corporativa de producción y reservas que la actualidad adelanta la compañía al enfocar sus recursos y su operación en la participación en contratos de exploración y producción de gas. Su campo de producción Esperanza tiene reservas por 61 MMboe (*million barrels of oil equivalent*), lo cual, a su actual ritmo de producción, le permite contar con 15 años de explotación de reservas de gas. El enfoque de la compañía en el gas hasta que se recuperen los precios del petróleo le ha permitido obtener resultados financieros favorables, tales como un crecimiento en ingresos netos del 16.6%; el margen Ebitda se ubicó en el 39.8%, lo cual representa una variación positiva del 60.5% para 2014 con respecto a 2013.

Son condiciones que sustentan el precio objetivo para los próximos 12 meses en medio de un escenario poco favorable para el sector de hidrocarburos; la estrategia de adición de reservas de gas en los contratos VIM 5 y VIM 19 permitirá así aumentar la producción actual de gas desde niveles mensuales aproximados de 20 MMcfpd (*million cubic feet per day*, equivalentes a 3.509 boepd: *barrels of oil equivalent per day*) a 83 MMcfpd (equivalente a 14.561 boepd) a finales del año calendario 2015, al adicionar nuevas reservas de 540 billones de pies cúbicos (BCF) de gas equivalentes a 9.6 MMboe. Las ventas de esta producción están negociadas a través de contratos a cinco años con precios alrededor de USD8.00/mBtu (*million of british thermal units*), que no están sujetos a los precios mundiales de petróleo. Estas adiciones en las reservas de la compañía están sustentadas con inversiones aproximadas de USD84 millones en E&D Capex (inversiones de capital en exploración y desarrollo) anuales (Canacol Energy Ltd., 2014a).

TESIS DE INVERSIÓN

El año 2015 ha sido testigo de una disminución en los precios del petróleo entre un 55% y un 60% frente a los precios de 2014, un nivel no visto desde el año 2008. El barril se ha cotizado en promedio entre USD40 y USD50, influenciado por varias razones, entre las que se destaca la desaceleración económica de China, que ha pasado de un PIB anual de 10% a un 7% de expectativa para 2015, lo cual viene afectando de manera directa otras materias primas como el oro y el carbón, el cual experimentó una baja desde los USD78.72 a USD49.20 por tonelada métrica. Otros factores relevantes que han influenciado la baja de precios son el aumento de la producción alcanzada en los Estados Unidos por la aplicación de la tecnología de *fracking*, que ha llevado a niveles de altos inventarios, así como el aumento en la producción de los países de la OPEP, el ingreso de Irán con niveles adicionales de producción y oferta y, por último, la prolongada crisis europea que ha mantenido baja la demanda de este *commodity* (Salcedo Saldaña, 2014).

El impacto de esta situación ha sido evidente en el mercado de capitales colombiano, en el que las acciones más representativas del mercado local pertenecen al sector energético, como las de Ecopetrol y Pacific Rubiales, que han sufrido depreciaciones durante el último año en sus valores de mercado. La afectación en el precio de la acción de Ecopetrol desde su precio máximo de \$5.850 en octubre de 2012 es de 75,90% a la fecha, mientras que Pacific Rubiales ha sido castigada en un 88,33% desde su precio máximo alcanzado de \$67.260 por acción el 3 marzo de 2011.

La anterior situación pone de presente los retos que enfrentan las compañías del sector petrolero, no solo locales sino también internacionales. En este sentido, Canacol Energy no ha sido ajena a dicho comportamiento de los mercados en los que, luego de hallazgos de reservas de gas a finales de 2013, el valor de la acción alcanzó los \$14.520 el 29 de abril de 2014 para luego llegar a \$6.300 el 11 de diciembre de 2014. Pese a ello, la empresa ha logrado mantener una perspectiva positiva que se refleja en el comportamiento de su acción y sus resultados financieros, pues si bien ha perdido valor frente al año anterior, la suya es una de las pocas acciones que mantienen un comportamiento lateral, apalancado en lo fundamental en su estrategia de exploración y producción de gas, lo que la deja menos dependiente de la volatilidad de los precios del crudo; la acción presenta un crecimiento de 15.61% a junio 30 de 2015 (BVC, 2015).

Es necesario aclarar, sin embargo, que este escenario optimista para la acción se presenta si se la compara con las de las demás compañías del sector. De igual forma, la empresa no está exenta de riesgos asociados, sobre todo causados por factores externos como un recrudecimiento de la crisis china que lleve a un desplome generalizado de las bolsas en el mundo o los incrementos en los índices de violencia en el país que pueda generarse en caso de no llegar a un término adecuado las negociaciones de paz en La Habana, debido a que la infraestructura petrolera en Colombia es vulnerable a los atentados terroristas de los grupos al margen de la ley. En cuanto a la empresa, se destaca la actualización de sus reservas de gas natural y un ambicioso plan de inversión, de cara a la situación que enfrenta el sector en Colombia y el mundo.

VALORACIÓN

Para llevar a cabo el proyecto de valoración y modelación financiera se usaron las cifras consolidadas de Canadá y de la operación de Colombia; por lo tanto, las cifras del modelo permiten ser presentadas en dólares americanos y en pesos colombianos; debido a que la mayor parte de las operaciones están dólares, las proyecciones en pesos se toman con la conversión de tasa de cambio proyectada; el precio final de la acción se presenta en las dos monedas (dólares y pesos), considerando el hecho de que la compañía presenta sus estados financieros en dichas monedas y que la acción está listada en tres diferentes mercados: canadiense (TMX: CNE), americano (OTCQX: CNNEF) y colombiano (BVC: CNE.C). Para la valoración de la compañía se usó el método de Flujo de Caja Libre Descontado al costo de capital (WACC) para un período proyectado de seis años comprendidos entre 2015 y 2020; este método es el utilizado por lo general en finanzas para valorar compañías y proyectos para determinar el valor actual de los futuros flujo de fondos. Para efectos del presente documento y por ser una recomendación de inversión al mercado colombiano se usaran las cifras de Colombia en pesos.

Tabla 1. Cálculo del WACC

Parámetros	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Pasivos	61.0%	73.7%	65.4%	57.8%	52.0%	46.3%	40.4%	38.2%
Patrimonio	39.0%	26.3%	34.6%	42.2%	48.0%	53.7%	59.6%	61.8%
Total estructura de Capital	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
KL = Tasa "libre de riesgo" Bonos del Tesoro USA 10y	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
KM= Rentabilidad del mercado	14.1%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
RP= Riesgo País	1.6%	1.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
PT= Porción Tamaño	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Ti = Tasa Impositiva	33.0%	34.0%	39.0%	40.0%	42.0%	43.0%	34.0%	34.0%
BU (Beta Oil/Gas(Production and Exploration))	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91	0.91
BL = BU [1 + (1-t)D/P]	1.86	2.60	1.96	1.66	1.48	1.36	1.32	1.28
Ke (COSTO DEL PATRIMONIO EN USA)	26.4%	21.5%	18.1%	16.1%	15.0%	14.1%	13.9%	13.6%
Inf. Externa (USA)	1.5%	1.6%	1.9%	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Inf. Interna (Colombia)	2.0%	2.9%	4.4%	3.8%	2.9%	3.1%	3.0%	3.0%
Paridad Inflacionaria	0.5%	1.3%	2.4%	1.6%	1.1%	1.3%	1.2%	1.2%
Ke en País de Operación	27.0%	23.1%	20.9%	18.0%	16.2%	15.6%	15.2%	15.0%
Kd en País de Operación	4.7%	4.6%	3.5%	3.2%	3.5%	3.6%	4.5%	3.8%
Kd Ponderado al Pasivo	2.9%	3.4%	2.3%	1.9%	1.8%	1.7%	1.8%	1.5%
Ke Ponderado al Patrimonio	10.6%	6.1%	7.2%	7.6%	7.8%	8.4%	9.1%	9.3%
(WACC)	13.4%	9.5%	9.5%	9.4%	9.6%	10.0%	10.9%	10.7%

Fuente: elaboración propia con base en información histórica de Bloomberg (2014), ambito.co (2014), Damodaran (2014) y Canacol Energy Ltd. (2014)

Nota: 2015 p = proyección para 2015; algo similar para los casos de 2016 a 2020

RESULTADOS DE LA VALORACIÓN

Para la proyección de los flujos de caja libre de la empresa se tuvieron en cuenta aspectos relevantes tales como:

El nivel de producción actual de petróleo y gas en número de barriles equivalentes informado por la empresa en sus reportes de gestión, que se encuentra en el orden de 10,950 boepd. La información de reservas actuales, así como los precios proyectados del crudo, se usaron para realizar los cálculos de los ingresos por producción hasta el agotamiento de las reservas; en el caso de esta compañía, su ritmo actual de producción le permitiría explotar sus campos durante 15 a 20 años.

Tabla 2. Cálculo del Flujo de Caja Libre (cifras en millones de pesos colombianos)

CÁLCULO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Utilidad (pérdida) operativa (EBIT)	64,246	106,283	124,192	158,532	192,088	170,777	157,738	172,251
Total de impuestos de renta (aplicados)	9,484	35,767	44,769	60,615	77,252	71,015	52,321	56,138
Utilidad operativa después de impuestos (UODI)	54,762	70,516	79,423	97,917	114,836	99,762	105,417	116,112
Agotamiento y depreciación	14,840	20,686	22,838	25,996	29,564	28,667	27,991	29,328
Flujo de Caja Bruto	69,602	91,202	102,261	123,913	144,401	128,430	133,409	145,440
Inversiones (Capex)	69,699	(19,920)	58,662	63,211	68,254	62,944	79,599	81,577
Variación en el capital de trabajo neto operativo (Δ KTNO)	25,944	(12,760)	6,010	15,801	15,130	(10,492)	(6,337)	6,676
Flujo de Caja Libre	(26,041)	123,882	37,589	44,901	61,017	75,978	60,147	57,186

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015 p = proyección para 2015; algo similar para los casos de 2016 a 2020

Análisis de sensibilidad

En los análisis de sensibilidad realizados con respecto al efecto en el precio de la acción se confrontaron el WACC con la tasa de perpetuidad (g), el precio del petróleo y el del dólar (tasa de cambio); se evidenció una mayor oscilación en el escenario planteado con la tasa de perpetuidad (g) y las variables precio del petróleo y precio del dólar resultaron con una menor oscilación. Las variaciones se pueden observar en las siguientes tablas.

Tabla 3. Sensibilidad al precio de la acción. Escenario de WACC vs tasa de perpetuidad (g)

		WACC				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Tasa de perpetuidad (g)	0.50	5,318	5,238	5,159	5,080	5,001
	1.00	6,456	6,372	6,288	6,205	6,122
	1.50	8,357	8,265	8,174	8,083	7,992
	2.00	12,166	12,059	11,951	11,843	11,736
	2.50	23,609	23,451	23,292	23,134	22,974

Fuente: elaboración propia

Tabla 4. Sensibilidad al precio de la acción. Escenario de WACC vs precio del petróleo

		WACC				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Precio del crudo	40.30	9,611	8,878	8,147	7,419	6,695
	45.30	9,616	8,885	8,157	7,433	6,715
	50.30	9,625	8,898	8,174	7,456	6,746
	55.30	9,642	8,920	8,203	7,494	6,794
	60.30	9,674	8,960	8,253	7,555	6,869

Fuente: elaboración propia

Tabla 5. Sensibilidad al precio de la acción. Escenario de WACC vs precio del dólar

		WACC				
		9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
Precio del dólar (en pesos al fin de año)	2760.0	7,456	7,594	7,733	7,873	8,013
	2860.0	7,668	7,807	7,946	8,087	8,228
	2960.0	7,894	8,034	8,174	8,315	8,457
	3060.0	8,136	8,277	8,418	8,560	8,702
	3160.0	8,396	8,538	8,680	8,822	8,966

Fuente: elaboración propia

Una vez realizada la proyección de la condiciones de operación de la compañía se incluyó el valor presente neto de los contratos exploratorios potenciales, teniendo en cuenta la información comunicada por la empresa con respecto a los recursos estimados de los bloques en exploración de gas, los que en la actualidad son su enfoque exploratorio principal; para asignar las probabilidades de éxito a los resultados exploratorios se tiene en cuenta el reporte de recursos prospectivos a julio de 2014 de Gaffney Cline and Associates (GCA), los cuales sirvieron para calcular los recursos recuperables de los futuros pozos; estos prospectos aportan el 20,7% al valor fundamental de la compañía.

Tabla 6. Prospectos de exploración de los contratos VIM5 y VIM19

Bloque	Prospecto	Formación objetivo	Recursos brutos prospectivos sin riesgar estimación				Probabilidad de éxito geológico
			Baja	Mejor	Alta	Media	%
			Bscf	Bscf	Bscf	Bscf	
VIM5	Clarinete-1	CDO Basal	135	265	454	283	34.0%
		CDO Tope/Intra	58	275	620	313	29.0%
VIM5	Llamador-2	CDO Tope/Intra	22	61	117	66	21.0%
VIM5	Llamador-3 North	CDO Basal	117	236	418	256	27.0%
VIM5	Llamador-3 South	CDO Basal	51	162	505	239	26.0%
VIM5	Llamador-5	CDO Basal	25	62	143	75	30.0%
		CDO Tope/Intra	42	99	182	107	28.0%
VIM5	Llamador-8	CDO Basal	11	27	65	34	31.0%
VIM5	Llamador-9	CDO Basal	29	49	76	51	29.0%
VIM5	Llamador-10	CDO Basal	9	22	50	27	27.0%
VIM5	Porro North	CDO Tope/Intra	96	231	457	260	17.0%
		Lower Tubara	142	255	428	273	18.0%
VIM5	Tambora	CDO Basal/Intra	66	146	266	158	22.0%
VIM-19	VIM-19A	CDO Basal/Intra	41	124	291	157	17.0%
		Porquero	13	33	62	36	9.0%

Nota. Billions of standard cubic feet of gas (Bscf)

Fuente: Canacol Energy Ltd. (2014a)

Dado el potencial exploratorio de la empresa y su participación en 24 contratos, de los cuales solo cinco se encuentran en etapa de producción, con un estimado de reservas para 15 años, quedan 18 pozos potenciales; por esta razón se realizó el cálculo de valor de continuidad para el último período evaluado, conocido como el período explícito de la proyección, que se tiene en cuenta al calcular el flujo de caja libre de la empresa.

La valoración por flujos de fondos descontados evidencia que la acción se encuentra subvalorada, motivo por el cual se recomienda la compra del activo con un potencial de valorización de hasta un 43.4%.

Tabla 7. Resumen de la valoración (cifras en millones de pesos colombianos)

(Millones de pesos colombianos)	Valor
Valor presente del flujo de caja libre de la operación	240,570
Valor presente de continuidad	353,933
Valor de la operación	594,503
Exceso de liquidez	33,172
Inversiones temporales	6,054
Inversiones estratégicas (largo plazo)	74,919
Valor del pasivo financiero	74,162
Valor de la compañía	634,486
Valor esperado de los proyectos en exploración	318,898
Valor neto de la compañía	953,383
Acciones en circulación (ordinarias)	116,634,405
VNA del accionista por acción (ordinaria)	8,174
Valor de mercado actual	5,700
Potencial de valorización vs mercado	43.4%

Fuente: elaboración propia

Múltiplos comparables

Al realizar el proceso de valoración y evaluar los resultados obtenidos en la misma por múltiplos, se puede evidenciar que el valor de mercado de la acción de la compañía presenta en la actualidad una subvaloración frente al mercado, con un tiempo de retorno de la inversión (RPG: relación precio/ganancia) superior a nueve periodos.

En la siguiente tabla se pueden observar algunos múltiplos comparativos de las empresas del sector, que se calcularon de nuevo para Canacol a partir de los resultados de las proyecciones y la valoración.

Tabla 8. Múltiplos comparativos en la industria (cifras en millones de pesos colombianos)

Compañía	Ticker	Capitalización Mercado	Valor contable por acción	Total Cash Per Share	Enterprise Value/EBITDA	Precio/Valor Libros.	Precio/Ganancia por acción
CANACOL ENERGY LTD	CNEC CB	892,062.6	1,069.7	7,032.7	12.43	1.27	
PACIFIC EXPLORATION & PROD	PREC CB	1,928,178.6	9,403.4	18,720.9	8.58	0.57	
ECOPETROL SA	ECO CB	55,301,959.4	360.8	1,667.1	5.70	1.25	1
PETROMINERALES LTD	PMGC CB	1,003,144.0	11,378.3	20,662.6	1.99	0.13	
BANKERS PETROLEUM LTD	BNK CN	1,110,685.7	1,821.5	6,522.3	3.42	1.02	
TRANSGLOBE ENERGY CORP	TGL CN	533,235.9	4,628.9	15,796.2	2.65	0.62	
BLACKPEARL RESOURCES INC	PXX CN	671,932.6	410.8	4,139.5	4.63	0.57	2
PENN WEST PETROLEUM LTD	PWT CN	1,563,812.6	1,848.0	22,965.6	4.53	0.22	
BELLATRIX EXPLORATION LTD	BXE CN	883,897.2	1,864.4	13,306.4	3.90	0.65	
SURGE ENERGY INC	SGY CN	1,348,427.6	1,671.0	10,003.2	32.03	0.75	1
TRILOGY ENERGY CORP	TET CN	1,257,734.2	3,657.7	9,301.6	6.24	1.74	
SUNSHINE OILSANDS LTD	2012 HK	1,111,736.7	684.0	510.5	0.00	0.36	
Promedio		5,633,900.6	3,233.2	10,885.7	7.2	0.8	

Fuente: Bloomberg (2015)

Tabla 9. Múltiplos bursátiles de Canacol Energy Ltd. proyectados para 2015 (cifras en millones de pesos colombianos)

Canacol Energy Ltd.	2015p
MÚLTIPLOS BURSÁTILES	
Valor contable por acción	1,947.2
Total de caja por acción (<i>cash per share</i>)	657.4
Valor de la empresa/EBITDA (EVA/EBITDA)	0.32
Precio de la acción (en la fecha de valoración)	5,700.0
Precio/valor en libros	2.9
Precio/ganancias por acción	8.7
Precio/EBITDA	17,604.2
Rendimiento por acción (<i>dividend & yield</i>):	N/A
utilidad neta para mercados comunes	70,024
Número de acciones en circulación	116,634,405
RPG (relación precio/ganancia)	9.5

Fuente: elaboración propia

Luego del proceso de valoración de la acción se establece un múltiplo de EV/EBITDA de 6,5 veces (6,5x). El múltiplo del precio del valor en libros se encuentra en el rango de 1,5x. Por el lado del múltiplo de la relación precio/ganancia que se obtiene es de 7,7x.

Tabla 10. Múltiplos de valoración

MULTIPLICOS DE VALORACIÓN	2015p
Múltiplo Patrimonio en Libros	1.5x
Múltiplo Valor Compañía/Ventas	2.6x
Múltiplo Valor Compañía/EBIT	7.7x
Múltiplo Valor Compañía/EBITDA	6.5x

Fuente: elaboración propia

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria petrolera es una de las más sensibles en el mundo y gran parte de los países y economías emergentes dependen de este *commodity* como su principal producto de exportación. En Colombia, esta industria se encuentra regulada por entidades como la Agencia Nacional de Minería, el Servicio Geológico Colombiano, la Agencia Nacional de Hidrocarburos y, de manera general, por el Ministerio de Minas y Energía. Es una de las industrias más globalizadas en el mundo; debido a esto, los efectos geopolíticos que pueden generar decisiones en torno al producto son significativos frente a los resultados económicos de los países, en especial al PIB. La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), conformada por los principales productores mundiales, ha tratado desde su fundación, en la década de los años sesenta del siglo pasado, de definir y estandarizar políticas y normativas petroleras entre sus países miembros, con el fin de brindar garantías para unos precios justos y estables, tanto para los productores como para los consumidores de petróleo, mediante los cuales se obtenga un rendimiento adecuado al capital de los inversionistas. Sin embargo, en los últimos años la relevancia que este grupo ejercía sobre el mercado del petróleo ha venido en detrimento, influenciada por una serie de factores, que en el futuro podrían llevar a su desaparición, tal como ocurrió con el pacto del café (Historia de la OPEP, s. f.).

El aumento en la producción (como se puede observar en la tabla 11) y la oferta de Estados Unidos, que antes era el principal consumidor, dados sus progresos con la tecnología del *fracking*, le ha otorgado un abastecimiento sostenible y ha disminuido la importación de crudo (ver tabla 13) y la desaceleración de la actividad económica de China, que es el segundo consumidor mundial (ver tabla 12) ha llevado a una crisis de precios no vista en muchos años, lo que afecta los países productores con la sobreoferta.

Tabla 11. Producción total de petróleo hasta 2014 (cifras en miles de barriles por día)

Total de producción de petróleo y otros líquidos en 2014						
No.	País	2010	2011	2012	2013	2014
1	Estados Unidos	9,696	10,128	11,119	12,343	13,973
2	Arabia Saudita	10,908	11,467	11,841	11,702	11,624
3	Rusia	10,294	10,410	10,595	10,764	10,853
4	China	4,371	4,389	4,459	4,543	4,572
5	Canadá	3,442	3,597	3,856	4,073	4,383
6	Emiratos Árabes Unidos	2,813	3,214	3,398	3,441	3,471
7	Irán	4,243	4,214	3,518	3,192	3,375

Fuente: EIA (2015)

Tabla 12. Consumo total de petróleo hasta 2014 (cifras en miles de barriles por día)

Consumo total de petróleo en 2014						
No.	País	2010	2011	2012	2013	2014
1	Estados Unidos	19,180	18,882	18,490	18,961	19,034
2	China	8,938	9,504	10,175	10,480	No disponible
3	Japón	4,429	4,442	4,695	4,531	4,297
4	India	3,305	3,461	3,618	3,660	No disponible
5	Rusia	3,135	3,422	3,445	3,493	No disponible
6	Brasil	2,699	2,777	2,923	3,003	No disponible
7	Arabia Saudita	2,580	2,761	2,882	2,961	No disponible

Fuente: EIA (2015)

Tabla 13. Importaciones de petróleo crudo (con inclusión de condensados) en 2013 (cifras en miles de barriles por día)

Importaciones de petróleo crudo (con inclusión de condensados) en 2013					
No.	País	2010	2011	2012	2013
1	Estados Unidos	10,592	10,406	9,812	9,080
2	Japón	3,755	3,644	3,724	3,692
3	Corea del Sur	2,401	2,540	2,574	2,479
4	Alemania	1,883	1,827	1,888	1,830
5	Italia	1,736	1,586	1,531	1,346
6	China	4,754	5,052	4,082	No disponible
7	India	3,267	3,355	3,185	No disponible

Fuente: EIA (2015)

Los principales indicadores de desempeño de esta industria en Colombia, según datos del Ministerio de Minas y Energía para el año 2014, obedecen al volumen de producción, que para diciembre fue de 1.007.400 boepd, mientras que el promedio anual de producción alcanzó los 988.100 boepd; los precios internacionales del petróleo al cierre del año se ubicaron en USD96.2/barril el WTI y el Brent en USD90.9/barril; el aporte de la industria al PIB fue del 7.08% y la participación del crudo en el total de las exportaciones del país se ubicó en el 52.8 %; en cuanto a las reservas comprobadas se situaron en de 2.308 millones de barriles (SIMEC, 2015).

La situación actual de la industria petrolera colombiana está relacionada en forma directa con la dinámica internacional. Las principales compañías productoras del país enfrentan desafíos en sus finanzas y en sus principales proyectos de inversión, el precio de sus acciones está en mínimos históricos y las compañías que componen la cadena de valor se han visto obligadas a realizar reestructuraciones organizacionales y cambios en sus esquemas de costos; según cifras del Ministerio del Trabajo (Mintrabajo, 2015), están en riesgo hasta 25.000 empleos. Lo anterior demuestra el grado de sensibilidad que tiene el negocio frente a hechos no previsibles por ningún agente del mercado.

Al analizar las cifras de exportación de hidrocarburos del país se visibiliza el impacto profundo que la disminución de precios ha tenido; según el Sistema de Información de Petróleo y Gas Colombiano (SIMEC, 2015), Colombia pasó de exportar 32.483 millones de dólares de petróleo y sus derivados en 2013 a exportar solo 28.926 millones de dólares en 2014, es decir, una disminución de 12,30%, cifra significativa si se tiene en cuenta que es el principal producto de exportación de Colombia (Barril sin fondo, 2015).

Este contexto plantea una serie de incertidumbres sobre el futuro de esta industria en Colombia, ya que, según los cálculos realizados por expertos, el país tendría al ritmo actual de reposición de reservas un autoabastecimiento máximo de 12 años, situación que pone de relieve la necesidad de aumentar los ejercicios de prospectiva y exploración para hallar más pozos. Sin embargo, el actuar ha sido otro: cierre de pozos y campos de producción, aplazamiento de proyectos de prospección y exploración, reducción de sísmica en zonas marinas (*off shore*), entre otras decisiones.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

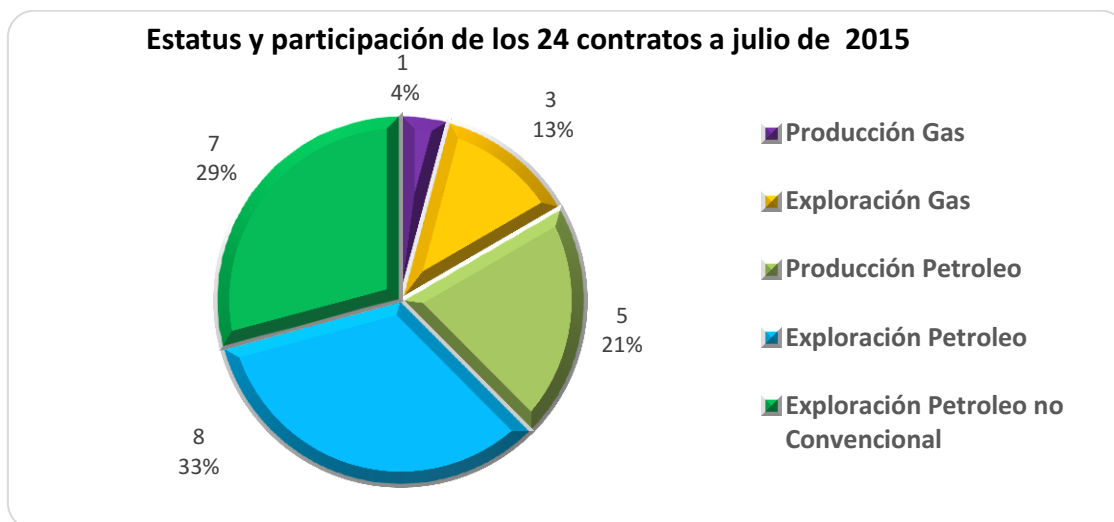
1. Historia, localización e infraestructura

La compañía es originaria de Calgary, Canadá, y fue fundada en 1970, pero solo en 2008 comenzó operaciones en Colombia e hizo su primera emisión en el mercado de capitales de Colombia en 2010; a partir de este momento empezó su fase de consolidación en el mercado financiero del país; se destaca en el mismo año la adquisición del campo Rancho Hermoso, con ubicación estratégica en la zona de los Llanos Orientales, para aprovechar la época de mayor auge de la industria en la década pasada con el fin de consolidar sus operaciones a través de aumentos de capital obtenido en la Bolsa de Valores de Toronto y mediante la compra de pozos cercanos al campo Rancho Hermoso.

Desde su llegada a Colombia, la compañía ha mantenido un ritmo constante de crecimiento. Según las cifras oficiales de la empresa, en 2009, la suma de las reservas probadas y posibles (2P en la terminología propia de la industria) antes de regalías llegaban a 6.7 millones de barriles equivalentes (MMbbls); en 2010 el mismo indicador ya llegaba a los 8.1 MMbbls, mientras para 2012 crecieron 34% hasta alcanzar los 10.9 MMbbls y en 2015, luego de un agresivo plan de crecimiento y de diversificación de operaciones en cuatro cuencas con 23 contratos de exploración y producción (E&P) distribuidos a lo largo de Colombia y Ecuador, la empresa logró obtener reservas 2P de 61 MMbbls de gas y 23 MMbbls de crudos de petróleo. En Colombia la empresa lleva a cabo sus operaciones en 12 campos ubicados en cuatro cuencas: Llanos Orientales, Magdalena inferior, Magdalena y Caguán-Putumayo, con extensión total de 3.3 millones de acres equivalentes a 1.34 millones de hectáreas.

Un análisis en detalle de las cifras de la compañía permite identificar la estrategia, que busca balancear la canasta de productos de la empresa en la que el gas ya representa el 8% de los campos en fase de producción; del total de los campos en etapa exploratoria, tres de ellos son posibles yacimientos de gas natural, lo que le permitiría en el mediano plazo mantener un margen de maniobra frente a las demás empresas del sector, con mayor enfoque en el crudo convencional. Es importante destacar también el peso que tienen los pozos dedicados a petróleo no convencional, puesto que si bien no todos pertenecen a la empresa de los siete que están en fase de exploración, cuatro son en su totalidad de ella; en los demás está asociada con Shell y Exxon, lo que puede contribuir a disminuir la incertidumbre que podría generarse en un entorno volátil como el actual, en el que las empresas pequeñas están sufriendo restricciones de liquidez por el panorama del precio en el mundo (Canacol Energy Ltd., 2015b).

Gráfico 2. Participación de contratos de petróleo y gas



Fuente: elaboración con base en Canacol Energy Ltd. (2015)

2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (Calle Aparicio y Mateus Moreno, 2012)

FORTALEZAS	
Descripción	Detalle
Conocimiento del negocio	La distribución geográfica de la compañía la ha llevado a obtener un conocimiento importante del país y le ha ayudado a identificar campos con amplio potencial, fuera de la asociación con compañías de tamaño global en los campos asociados
Tecnología, innovación y desarrollo	Apuesta importante por la tecnología de petróleo de esquisto (<i>shale oil</i>), que es una tecnología que permite aumentar las reservas en petróleos antes no explotados; incluso, en la actualidad es la segunda compañía con más compromisos en este asunto, solo detrás de Ecopetrol (Canacol Energy Ltd. 2015)
Capacidad de producción	La optimización de los procesos de la empresa le ha permitido aumentar la producción de manera constante desde su llegada al país

DEBILIDADES	
Descripción	Detalle
Tamaño de la empresa	Considerada <i>junior</i> frente al estándar de la industria, lo que podría llevarla, en un escenario constante de bajos precios, a ser objeto de adquisición forzosa por parte de un competidor
Estructura de costos	Un escenario de bajos precios lleva a menores ingresos y, por lo tanto, a menor capacidad de inversión
Canales de distribución	Debilidad general de la industria, que aún mantiene sus principales clientes en los Estados Unidos, lo que genera vulnerabilidad dada la mejora de autoabastecimiento de dicho país
Poder de negociación ante clientes	El tamaño de la compañía no le permite aún tener un alto poder de negociación frente a clientes de mercados importantes como los asiáticos
Diversificación de productos	Si bien se empieza a notar un viraje hacia el gas, aún más del 70% de su producción actual está ligada con el petróleo

OPORTUNIDADES	
Descripción	Detalle
Salida de competidores	La coyuntura de la industria ha llevado a otras empresas a desistir de proyectos de prospección, lo que podría generar oportunidades de inversión para Canacol de adquirir nuevos pozos e, incluso, en condiciones adecuadas, de comprar empresas que aumenten el nivel de producción
Nuevos proyectos en exploración y explotación	La disposición del Gobierno Nacional de mantener a la industria petrolera como una de las más competitivas de la región hace que se presenten más oportunidades de inversión en pozos ofrecidos por la Agencia Nacional de Hidrocarburos
Tasa de cambio	A medida que la tasa de cambio esté en niveles superiores a COP2.500 por dólar ayuda a las finanzas de la compañía ya que la mayoría del producto es exportado.
Crecimiento demanda de gas	La apuesta por este producto generará importantes beneficios, ya que Colombia y los demás mercados de la región tendrán una demanda futura sobre este bien con el fin de equilibrar sus canastas energéticas, sustentado en que es una energía más limpia y menos contaminante.

AMENAZAS	
Descripción	Detalle
Orden público	Un elemento siempre presente en esta industria, que hace que los costos <u>suban</u> por los ataques a la infraestructura y el impacto que ello genera en la logística de la compañía
Productos sustitutos	Aunque el petróleo se mantiene como un producto presente en la gran mayoría de bienes producidos, la apuesta en el mundo es buscar sustitutos, al mismo, lo que debe ser tenido en cuenta para generar productos innovadores que vayan en línea con dicha tendencia
Cambio climático	Las cuestiones medioambientales son cada vez más sensibles en países como Colombia, porque la conciencia ambiental es mayor y los problemas de licenciamiento aún no muestran señales claras de mejora
Cambio en regulaciones del Estado	Los problemas con las comunidades, la falta de voluntad gubernamental para reglamentar los procesos de consultas con ellas y los problemas para la obtención de las licencias ambientales se convierten en el mayor reto de la industria

3. Productos y servicios

Canacol Energy Ltd. es una compañía dedicada a la producción, la exploración y el desarrollo de petróleo crudo y gas natural, con orientación a equilibrar su portafolio de explotación y trabajar de forma conjunta el desarrollo de pozos petroleros y gasíferos.

El frente más prometedor para la empresa es el del gas natural, ya que, como lo indica la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME, 2013).

Pronto la producción de gas natural será insuficiente para suplir la demanda (Colombiana); mientras que en 2.014 el consumo del mismo creció 9.3% frente al 2013, su producción lo hizo solo al 1%. De acuerdo con estudios de la UPME, si la oferta y consumo de gas natural en Colombia siguieran una senda media de crecimiento, para febrero de 2023 se tendría una insuficiencia del recurso y no sería posible cumplir con la demanda, lo que hace inminente encontrar nuevas reservas.

4. Estrategia

Frente a las condiciones actuales de la industria y el planteamiento estratégico determinado por la administración de la compañía para 2015 se definieron los siguientes lineamientos:

Desarrollar los contratos de gas Esperanza y VIM 5 de la empresa para incrementar la producción hasta 83 MMcfpd (14,561 boepd) desde la actual de 20 MMcfpd (3,509 boepd) al finalizar el año calendario 2015.

Negociar contratos adicionales de gas en el descubrimiento de gas Clarinete e iniciar el desarrollo del campo para comercializar el descubrimiento. Adquirir sísmica y construir infraestructura en el contrato de crudo liviano de LLA 23 y enfocarse en reducción de costos y reafirmar futuros *leads* de exploración. Producir crudo con tarifa de Ecuador porque es insensible a las variaciones de los precios mundiales del petróleo.

Además, en 2015.

Se ha logrado llegar a un acuerdo de crédito a largo plazo de US\$200 millones para reemplazar el acuerdo de crédito existente y anuncia el otorgamiento de la Licencia Ambiental y el inicio de la construcción del Gasoducto para entregar 65 MMSCFPD [*million standard cubic feet per day*] netos de gas adicionales a partir de diciembre de 2.015 (Canacol Energy Ltd., 2015).

5. Desarrollos recientes

Los recientes descubrimientos de gas y crudo liviano, junto con iniciativas de negocios, han requerido que la compañía estructure modelos de fondeo flexible, entre los que se destacan potenciales nuevos proyectos de riesgo compartido (*joint ventures*), con el apoyo de empresas como Apollo Investment, que en la actualidad provee fondos para desarrollos exploratorios a través de notas *senior* a término, que aseguran que la compañía mantenga un balance financiero robusto y líquido que le permita desarrollos en sus campos de gas Esperanza, VIM 5 y VIM 19, que son la apuesta principal en la estrategia y el desarrollo reciente y futuro económico de la compañía.

6. Análisis de los competidores

En este negocio la compañía ocupa la posición número catorce en la cadena de valor de la industria del gas natural en Colombia y alcanzó ingresos operacionales de COP87.303 miles de millones, la cifra de crecimiento frente a 2013 es del 4,5%, y se alcanzó una utilidad neta de esta unidad de negocio de COP16.375 miles de millones, con lo que se destacó como la cuarta compañía de mayores márgenes netos entre las empresas dedicadas a la producción de gas natural.

Tabla 14. Ingresos, utilidades y márgenes netos en 2014 en gas natural (cifras en millones de pesos)

Gas Natural						
Ranking	Compañía	Ingresos Operacionales	Crecimiento	Utilidad Operacional	Utilidad Neta	Margen
1	Chevron	\$ 3,689,350	-7.3%	N.D	\$ 190,879	5.17%
2	Ecopetrol	\$ 2,005,300	20.0%	\$ 516,262	\$ 443,271	22.10%
11	Pacific Stratus	\$ 239,345	-13.4%	\$ 105,054	\$ 95,821	40.01%
13	Equión Energía	\$ 231,720	48.9%	\$ 194,157	\$ 194,157	83.79%
14	Canacol Energy	\$ 87,303	4.5%	\$ 26,860	\$ 16,375	18.80%

Fuente: (Revista La Nota Económica, 2015)

En cuanto a la actividad petrolera, las cifras de Canacol, al compararla frente a la de 2013, registra un crecimiento del 22.8% en sus ingresos operacionales y alcanzó alcanzando los COP231.639 miles de millones y una utilidades de COP43.446 miles de millones, un incremento del 326,2% versus lo correspondiente en 2013. Estas utilidades que representan un margen de 18.76% de los ingresos operacionales. Sin embargo, es importante resaltar que en este negocio solo ocupa la posición 21 en la clasificación elaborada por la fuente de la tabla anterior en la cadena de valor del petróleo, dado que los ingresos de Canacol representan solo el 0.399% de los ingresos de Ecopetrol, la primera en la lista del negocio de crudo.

Ecopetrol, con ingresos de 58 billones de pesos en 2014, se sitúa en el primer lugar de las empresas del sector en Colombia con ingresos que representan 7.23 veces los ingresos Pacific Rubiales sumando los ingresos de sus filiales Meta Petroleum y Pacific Stratus de 8 billones; incluso, una compañía también joven como Petrominerales obtuvo 2.28 billones de pesos, lo que muestra con nitidez la pertinencia de buscar un mayor espacio en el negocio de la producción de gas, si además se tiene en cuenta el contexto de la industria petrolera que no es el más claro para los próximos años.

Tabla 15. Ingresos, utilidades y márgenes netos en 2014 en petróleo crudo (cifras en millones de pesos)

Ranking	Compañía	Petróleo				
		Ingresos Operacionales	Crecimiento	Utilidad Operacional	Utilidad Neta	Margen
1	Ecopetrol	\$ 58,092,632	-7.1%	\$ 13,656,887	\$ 7,812,615	13.45%
2	Meta Petroleum	\$ 5,842,273	-16.7%	\$ 918,502	\$ 580,595	9.94%
3	Hocol	\$ 4,897,181	63.4%	\$ 345,364	\$ 190,502	3.89%
5	Equión Energía	\$ 2,542,402	33.1%	\$ 511,693	\$ 373,046	14.67%
6	Petrominerales	\$ 2,289,792	20.8%	\$ 160,166	\$ 57,856	2.53%
7	Pacific Stratus	\$ 2,194,686	20.1%	\$ 41,900	\$ 39,538	1.80%
8	Emerald Energy	\$ 2,003,571	175.2%	-\$ 28,510	-\$ 47,116	-2.35%
21	Canacol Energy	\$ 231,639	22.8%	\$ 71,268	\$ 43,446	18.76%

Fuente: (Revista La Nota Económica, 2015)

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La administración está conformada por un equipo con amplia experiencia en el petrolero, que cuenta también con expertos financieros que han ayudado al apalancamiento inicial de la empresa en el mercado de capitales.

El equipo directivo está conformado por:

Charle Gamba (CEO): fundador de la compañía, con amplia experiencia en el sector; ha trabajado para empresas tan importantes como Occidental Oil & Gas Company, Alberta Energy Company, Canadian Occidental e Imperial Oil.

Jason Bednar (CFO interino): el señor Bednar es el CFO y director de Mena Hydrocarbons Inc., una compañía internacional de petróleo y gas. Con anterioridad fue el presidente de Gallic Energy y CFO y director de Sagres Energy. Del año 2004 al año 2009 fue el CFO de Pan Orient Energy. El señor Bednar es contador público y graduado en Comercio de la Universidad de Saskatchewan.

Mark Holliday (COO): se unió a la compañía después de su cargo como vicepresidente de Operaciones de Petrominerales Ltd. El señor Holliday tiene más de 25 años de experiencia en la industria petrolera internacional y ha trabajado en las áreas de perforación, completamiento y producción. Su enfoque principal es América del Sur, pero ha dirigido proyectos en Australia, China, Gabón y Túnez. El señor Holliday tiene un título universitario (BSc) en Ingeniería de Petróleos de la Universidad del Estado de Louisiana.

Mark Teare (vicepresidente de exploración): el señor Teare se unió a Canacol a principios del año 2009. Antes trabajó en AEC Internacional y Encana, en la que ocupó diversas posiciones gerenciales en Ecuador y en Brasil. Con más de 30 años de carrera, el señor Teare tiene experiencia en varias compañías canadienses de primer nivel en el sector energético con operaciones internacionales en América del Norte, América del Sur y Australasia. Tiene una Maestría en Geología (MSc).

Diego Carvajal (vicepresidente de nuevos negocios): geólogo con más de 30 años de experiencia en actividades de exploración y producción en Colombia; en cuanto a actividades internacionales, fue cofundador y CEO de Carrao Energy Ltd., una compañía privada de exploración de petróleo y gas que en noviembre de 2011 fue adquirida por la Canacol. Fue vicepresidente de exploración de Ecopetrol (compañía estatal colombiana de petróleo), en la que tenía como responsabilidad las actividades de exploración dentro y fuera de Colombia. Antes de esto, el señor Carvajal trabajó para Texaco y BP, en Colombia y fuera de ella (Canacol Energy Ltd., 2015c).

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

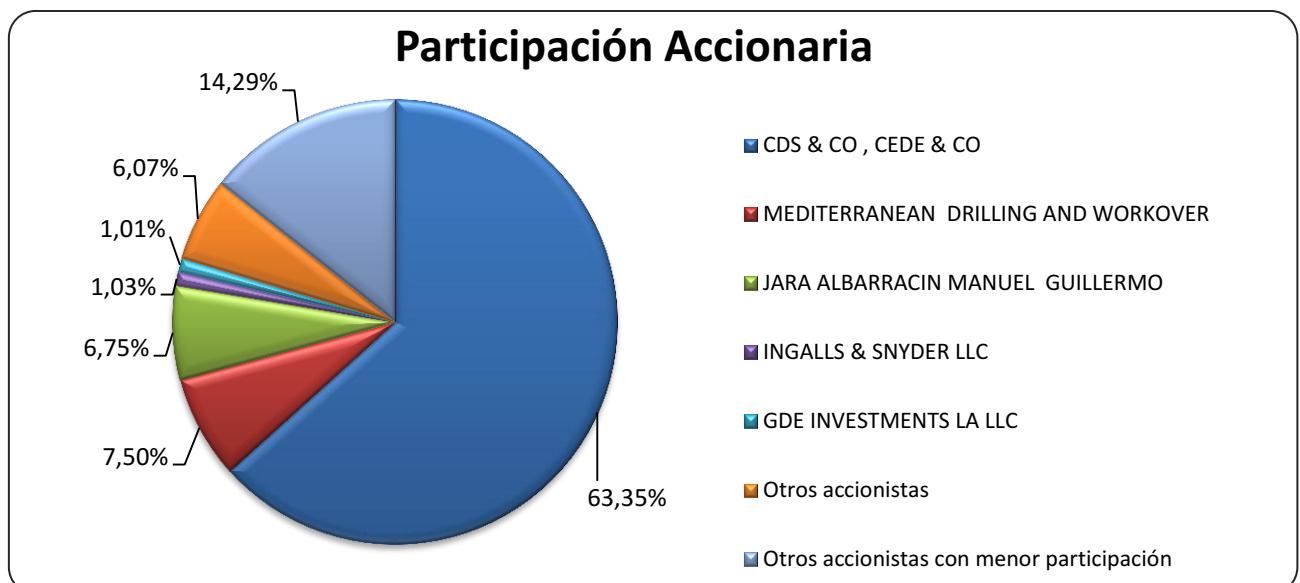
1. Principales accionistas

La acción de Canacol es una de las especies más tranzadas en el mercado local, por estar listada en el mercado estadounidense, canadiense y el colombiano al mismo tiempo. La composición accionaria es diversa. Según la información publicada por la empresa a 31 de marzo de 2015, de 116.634.405 acciones, el 63,3% de las ordinarias de la compañía tienen la denominación CDS&CO y CEDE&CO

Son los depósitos de valores canadienses y estadounidenses, respectivamente. Los títulos a nombre del CDS&CO y CEDE&CO representan las acciones de múltiples titulares, quienes tienen sus posiciones en forma electrónica. Bajo la regulación canadiense, la compañía no tiene acceso a esos nombres (Canacol Energy Ltd., 2015f).

El cuadro siguiente muestra los principales accionistas de la compañía hasta marzo de 2015.

Gráfico 4. Participación accionaria



Fuente: elaboración propia

Tabla 16. Participación accionaria de Canacol

Código	Accionista	Número de acciones	Porcentaje
1	CDS & CO , CEDE & CO	73,890,019	63.35%
2	OTROS ACCIONISTAS CON MENOR PARTICIPACIÓN	16,672,372	14.30%
3	MEDITERRANEAN DRILLING AND WORKOVER	8,749,424	7.50%
4	JARA ALBARRACÍN MANUEL GUILLERMO	7,867,579	6.75%
5	INGALLS & SNYDER LLC	1,200,000	1.03%
6	GDE INVESTMENTS LA LLC	1,175,261	1.01%
7	FRANK'S INTERNATIONAL INC.	1,055,569	0.91%
8	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCIÓN MODERADO	993,310	0.85%
9	FONDO BURSÁTIL ISHARES COLCAP	857,640	0.74%
10	VALLEVALORES S. A.	613,451	0.53%
11	ORDÓÑEZ LOMBANA RAFAEL IGNACIO	570,680	0.49%
12	HOYOS GIRALDO LUIS FERNANDO	545,615	0.47%
13	JOSE BOLÍVAR SANCLEMENTE	388,523	0.33%
14	JESÚS RINCONES	349,158	0.30%
15	RAY F MIKOLAJCZYK	321,169	0.28%
16	OLD MUTUAL FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS	267,412	0.23%
17	RIVEROS TOVAR CARLOS ALBERTO	265,000	0.23%
18	WINCREST VENTURES LP	236,547	0.20%
19	DUQUE ZAPATA MÓNICA LUCÍA	233,309	0.20%
20	ASESORÍAS E INVERSIONES S. A. COMISIONISTA DE BOLSA	195,120	0.17%
21	AZCÁRATE RIVERA MARÍA CRISTINA	187,247	0.16%
22	ACCIONES ORDINARIAS READQUIRIDAS	0	0.00%
	Subtotal de acciones ordinarias	116,634,405	100.00%

Fuente: Canacol Energy Ltd. (2015); Superintendencia Financiera de Colombia (2015).

Es importante anotar que esta composición cambiará de manera sustancial con la publicación de los próximos estados financieros de la compañía, ya que, tal como se anunció el 3 de septiembre de 2015, Canacol llegó a un acuerdo con Cavengas Holding S. R. L. para que esta última realice una inversión de capital en la empresa y, como contraprestación, Cavengas recibirá 17.590.000 “recibos de suscripción” convertibles en acciones ordinarias y la emisión de 14.000.000 de acciones ordinarias adicionales (Canacol Energy, 2015b).

2. Liquidez accionaria

Según información suministrada por la Superintendencia Financiera de Colombia (2015) para el período entre 1° de abril de 2015 y el 31 de julio 31 de 2015 la acción de Canacol pertenece a la categoría IV: alta bursatilidad, y su índice de bursatilidad accionaria (IBA) fue de 8.773 de 10, presentó para este período un promedio de transacciones por mes de 1603,25 y alcanzó la novena posición entre las especies de la mencionada categoría.

3. Libre flotación

El flotante de una compañía es el resultado de sumar las acciones en poder de inversionistas institucionales, las que están en manos de inversionistas con participación inferior al 1% y las que hacen parte de los programas de ADR (*american depositary receipt*) de niveles ii y iii (Datafix.com, 2015).

Con base en lo anterior y la información contenida en el formato 34, que describe la composición accionaria de Canacol, solo tres accionistas poseen un porcentaje mayor al 1% y concentran el 15,35% de las acciones ordinarias en circulación, lo que indica un indicador de libre flotación alto.

4. Política de dividendos

Canacol no tiene previsto pagar dividendos debido a que es una compañía que se encuentra en procesos de desarrollo y exploración de alto crecimiento y que reinvierte sus ganancias en proyectos en curso.

RIESGOS DE INVERSIÓN

La caída en la cotización del precio internacional del petróleo se convierte en el principal riesgo que la compañía enfrenta en la actualidad, ya que sus ingresos pueden verse afectados en forma notable y los proyectos en ejecución pueden llegar, en algunos casos, dada la ubicación de los pozos, a no ser rentables.

Otro elemento que ha sido notorio en los últimos meses y que afecta la estructura del negocio en general es la carga impositiva generada por la última reforma tributaria, que ha llevado la tasa de tributación efectiva a niveles que pueden desincentivar la ejecución de proyectos en el mediano plazo.

Por último, el orden público en las zonas de producción también debe ser tenido en cuenta, ya que de volver a niveles de afectación de la infraestructura petrolera, como en el primer semestre de 2015, los costos asociados con el transporte del crudo generado pueden aumentar.

Frente a los riesgos antes mencionados, la compañía no tiene control en la definición de los precios ni del manejo de políticas tributarias y de orden público; sin embargo, son notorios los esfuerzos por equilibrar la canasta en términos de producción asociados con el gas, fuera de que la exploración en otros países modera el riesgo de tener todas las operaciones centradas en Colombia.

Riesgo de mercado (nacional e internacional: precio): Canacol no está en capacidad de influir en el asunto de los precios internacionales del petróleo; por lo tanto, lo mejor será definir una estructura de costos que se acomode a la actual coyuntura de precios, que, dadas las condiciones internacionales, parece que se mantendrán en el mediano plazo.

Riesgo de tipo de cambio: existen diversas herramientas financieras para cubrir de la mejor manera este riesgo, tales como los futuros, los *forwards*, las opciones y los *swaps*, que, utilizadas de manera adecuada, ayudan a mitigar las variaciones de tasa de cambio; sin embargo, la actual, superior a los COP3.000 por USD es conveniente para el producto exportable.

Riesgo de escasez de recursos naturales (producto): la Agencia Nacional de Hidrocarburos, entidad estatal responsable de gestionar los contratos futuros para exploración en el país, proyecta un futuro prometedor según lo expresa en su página web (ANH, 2015):

El potencial de reservas de Colombia en un equivalente a 47 billones de barriles de petróleo. Una gran parte del territorio está todavía sin explorar. Existe la posibilidad de descubrimientos adicionales en campos como Cusiana, Cupiagua, Caño Limón, La Cira-Infantas y Chuchupa-Ballena, todos ellos con reservas comprobadas de más de un millón de barriles de Petróleo.

Riesgo operativo: la coyuntura actual de los precios acarrea un riesgo operativo ligado con la reestructuración que la industria pueda tener en la cadena de valor, sobre todo en las compañías dedicadas a la prestación de servicios en los campos, ya que son varias las que se encuentran en riesgo de quiebra y, por tanto, esto puede llevar a una disminución de los proveedores, lo que puede afectar los costos de dicho tipo de trabajos para la compañía. De manera adicional, el alto precio del dólar puede impactar la estructura de costos de los equipos que deben ser importados para la producción de los campos.

Riesgo financiero: está asociado, en lo primordial, con una disminución en los ingresos percibidos por la comercialización de petróleos crudos y gas natural a precios más bajos que los costos de operación, lo que puede afectar en forma temporal la caja de la compañía; sin embargo, este tipo de riesgos se está gestionando, tal como lo demuestra la reestructuración lograda en abril del 2015 al obtener un crédito de largo plazo por USD200 millones para reemplazar deuda existente más costosa.

Riesgo de procesos internos: la empresa es sensible a posibles conflictos de interés, por participación que algunos ejecutivos de la organización puedan tener con otras compañías petroleras, debido a que es un sector de la economía muy especializado y con reducida demanda de recurso humano.

Riesgo sindical: la compañía en la actualidad no tiene ningún pacto colectivo o convención colectiva de trabajo.

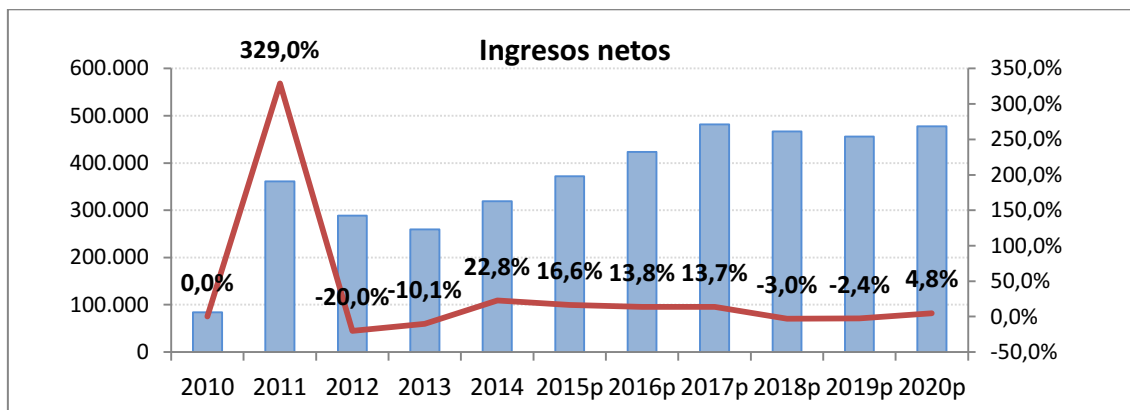
Riesgo legal o de regulación: las operaciones llevadas a cabo por la empresa en el sector de hidrocarburos están sujetas a una serie de regulaciones en materia ambiental y gubernamental, lo que genera retrasos o postergación de los proyectos, afecta la capacidad de producción y conduce a un detrimento en su flujo de caja.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

Ingresos operacionales: los flujos de caja e ingresos de los pozos actuales se proyectaron con base en la producción histórica y actual de la compañía y las reservas en número de barriles y los precios proyectados de crudo y gas con los referentes mundiales; al ritmo de producción actual no se presentará agotamiento de las reservas dentro del período proyectado de seis años.

Gráfico 5. Evolución de ingresos operacionales (cifras en millones de pesos colombianos)

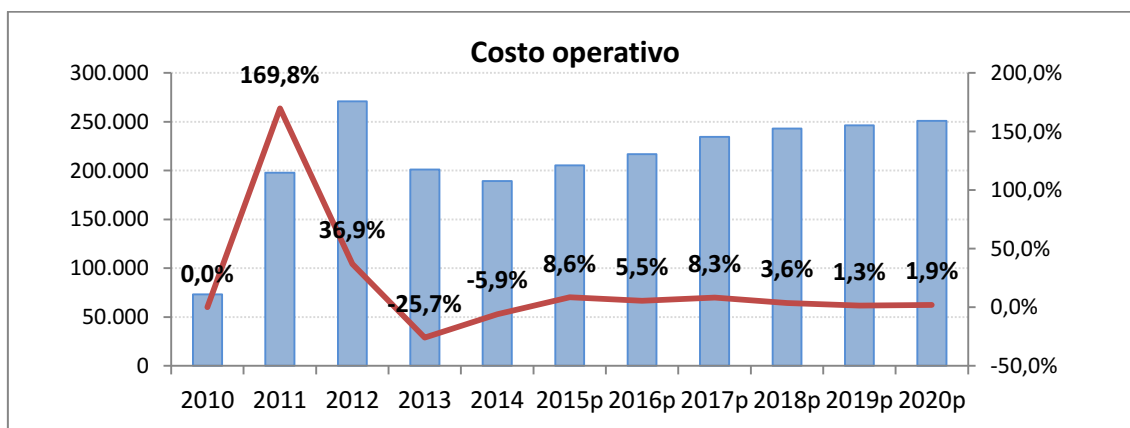


Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Costo de operación: para el cálculo y proyección de los costos de producción se utilizaron los comportamientos históricos de los de producción por barril, los de transporte y los de regalías por barril producido, lo que condujo a la estructura de costo operacional histórico y proyectado.

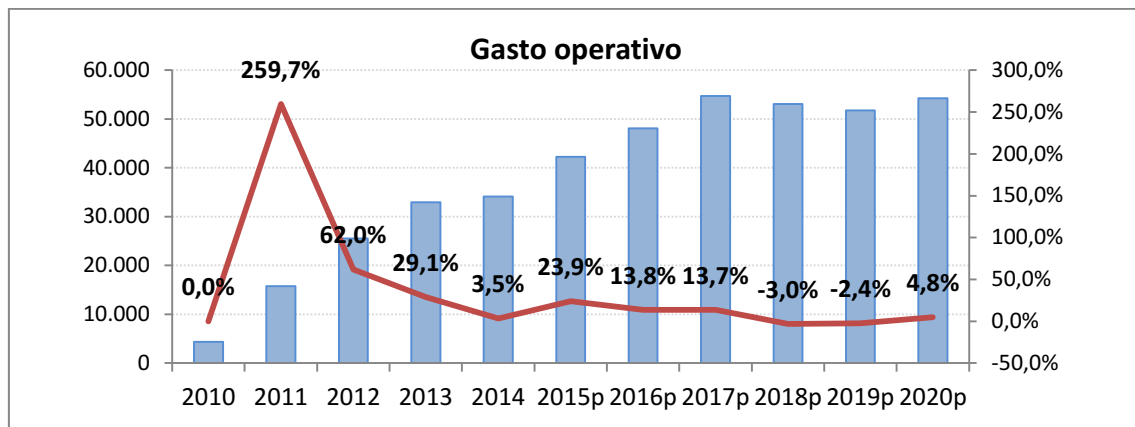
Gráfico 6. Evolución del costo de operación (cifras en millones de pesos colombianos)



Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

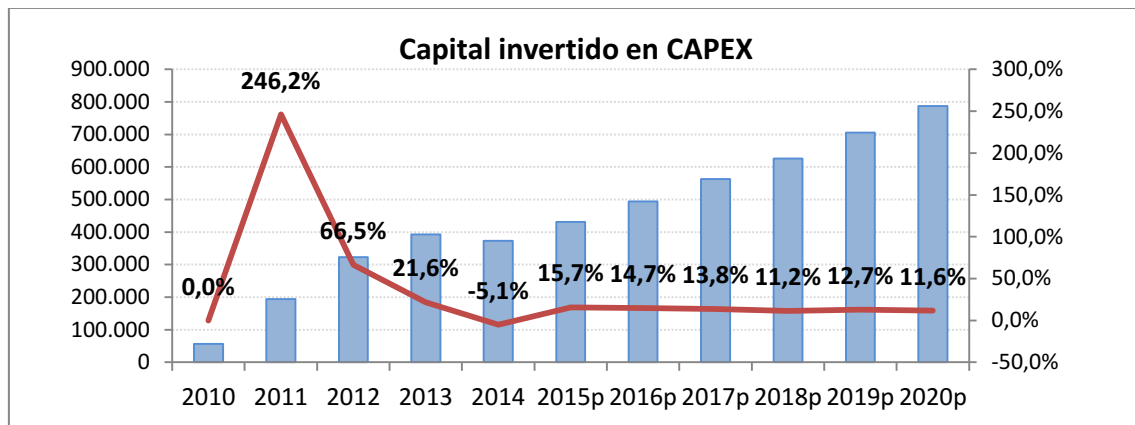
Gastos de operación: para el cálculo y proyección de los gastos de operación se tomaron los promedios históricos comparativos y se establecieron márgenes de gastos de acuerdo con los ingresos netos de la compañía.

Gráfico 7. Evolución de gastos de operación (cifras en millones de pesos colombianos)

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Inversiones y Capex: el cálculo y la proyección de las inversiones en Capex se establecieron de acuerdo con la tasa de inversión de la compañía según el comportamiento histórico de reposición por barril de producción; en forma adicional, se tuvo en cuenta la estrategia de inversiones de la compañía, que se enfoca hacia la exploración y la producción de campos de gas en sus contratos prospectivos VIM 5 y VIM 19.

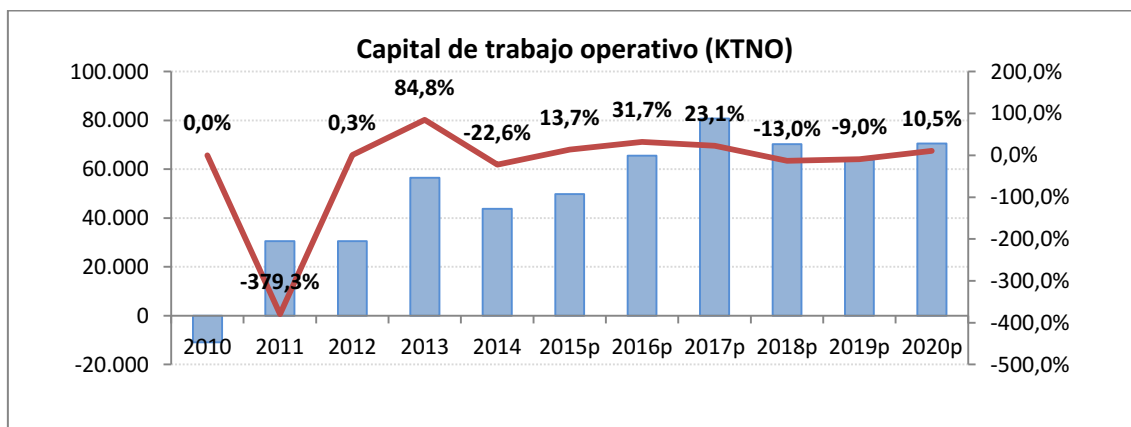
Gráfico 8. Evolución de inversiones en CAPEX y reposición de activos fijos (cifras en millones de pesos colombianos)

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Capital de trabajo: la reposición de las inversiones en capital de trabajo neto operativo se calcularon según los promedios de los números de días de rotación histórica de las cuentas por cobrar, los inventarios y las cuentas por pagar que está manejando la empresa en la actualidad. El promedio histórico indica que los inventarios rotan cada siete días, las cuentas por pagar a proveedores se cancelan cada 150 días y los deudores cuentan con un plazo de pago de 180 días.

Gráfico 9. Evolución de la reposición de capital de trabajo (cifras en millones de pesos colombianos)

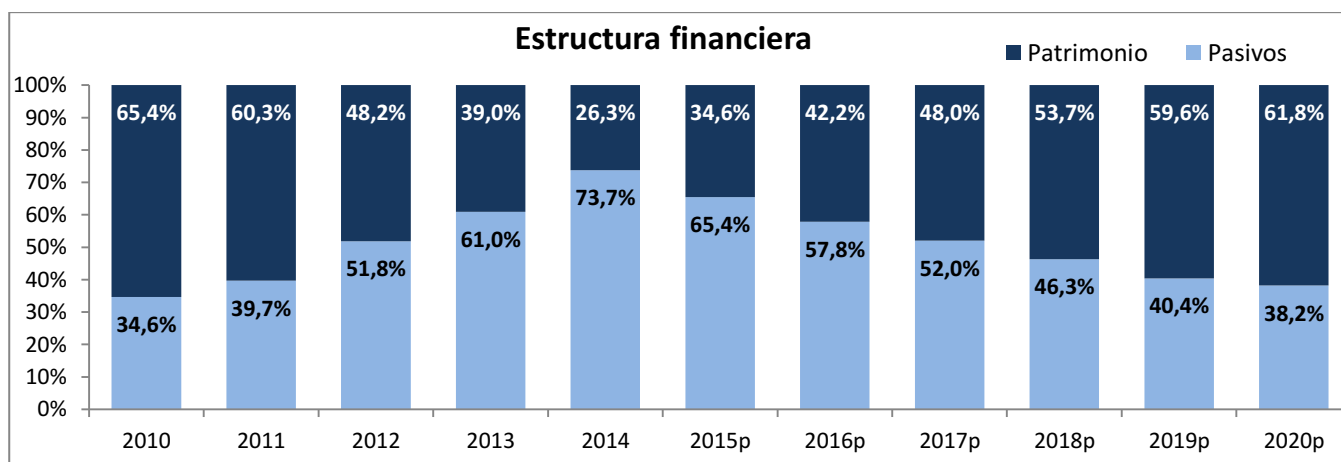


Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Hipótesis financieras: luego de establecer el análisis de los supuestos y la proyección de los estados financieros, se obtuvo la estructura deuda/patrimonio de los próximos seis años que se mantendrá, según las proyecciones y supuestos, dentro de una proporción idónea según las condiciones propias de la operación de la empresa.

Gráfico 10. Evolución de la estructura financiera

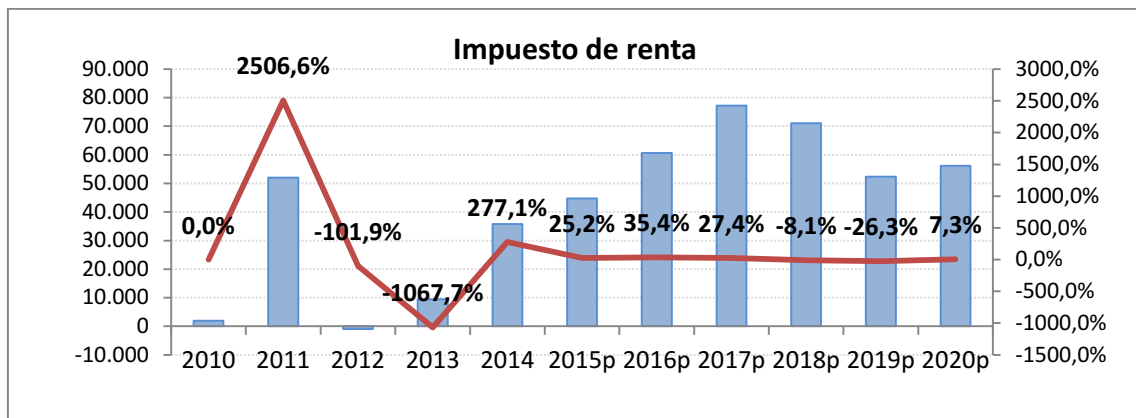


Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Impuestos: para el cálculo de los impuestos se tuvo en consideración la última reforma tributaria aprobada a finales del año 2014 y de esta manera se proyectó una tasa impositiva que aumenta un punto porcentual a partir de 2015 a partir de una base de 34% para el año 2014.

Gráfico 11. Evolución del impuesto de renta (cifras en millones de pesos colombianos)

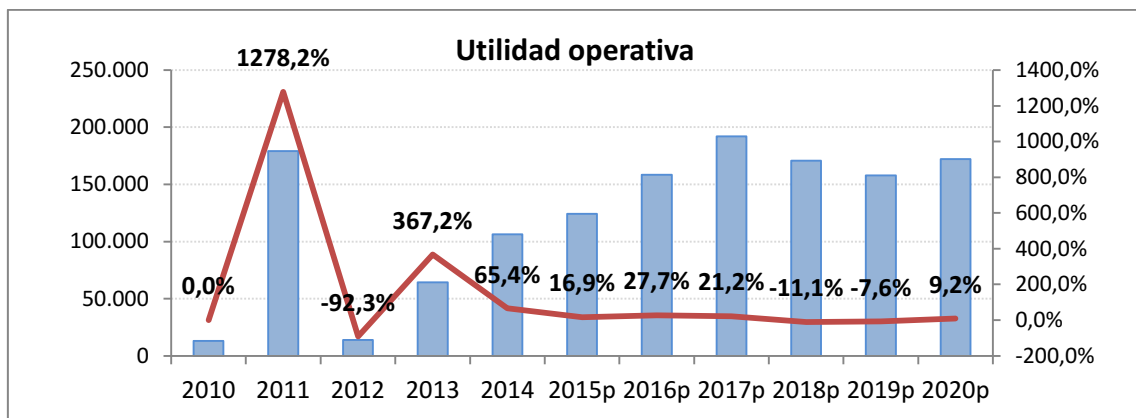


Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Rentabilidad operativa y neta: con base en los despeños financieros se establecieron los márgenes de rentabilidad operativa y neta, proyectadas de manera que se presente un comportamiento idóneo dentro los resultados futuros de la empresa los cuales sirvieron como base fundamental de los parámetros de la valoración.

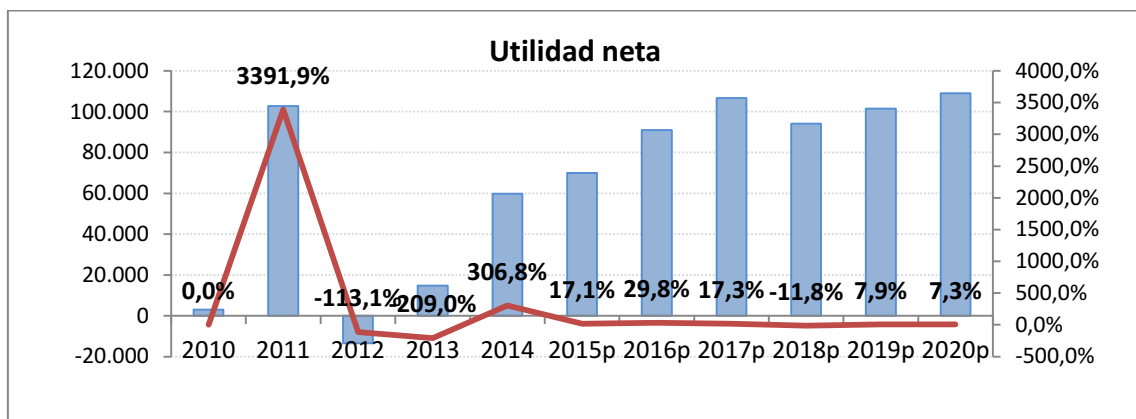
Gráfico 12. Evolución de la utilidad operativa (cifras en millones de pesos colombianos)



Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Gráfico 13. Evolución de la utilidad neta (cifras en millones de pesos colombianos)



Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Agencia Nacional de Hidrocarburos, ANH (2015). Recuperado el 18 de Abril de 2015, de: <http://www.anh.gov.co/Inversionista/.../Razones-para-invertir-en-Colombia.asp>

Ambito.com (2015). Recuperado el 10 de Agosto de 2015, de: www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais

Barril sin fondo (2015, 2 de mayo). *Dinero*. Recuperado el 02 de Mayo de 2015, de: <http://www.dinero.com/edicion-impres/a/caratula/articulo/los-problemas-industria-petrolera-colombiana/205439>

Bloomberg (2015). Recuperado el 11 de Septiembre de 2015, de: Sesión de Bloomberg Laboratorio financiero Universidad Eafit

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (2015). Recuperado el 11 de Septiembre de 2015, de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

Calle Aparicio, C., y Mateus Moreno, D. A. (2012). Estudio de los procesos de internacionalización del sector petrolero. Bogotá: Universidad del Rosario, programa de Administración de Negocios Internacionales, Trabajo de grado. Recuperado el 15 de Julio de 2015, de: <http://repository.urosario.edu.co/bitstream/handle/10336/3638/1032432401-2012.pdf;jsessionid=F886BD781A9F79E79CE988F8810269B6?sequence=3>

Canacol Energy Ltd. (2010). *Informe financiero 2010*.

Canacol Energy Ltd. (2011). *Informe financiero 2011*

Canacol Energy Ltd. (2012). *Informe financiero 2012*

Canacol Energy Ltd. (2013). *Informe financiero 2013*

Canacol Energy Ltd. (2014). *Informe financiero 2014*

Canacol Energy Ltd. (2015a). *Canacol Energy Ltd. anuncia el cierre de la inversión estratégica de Cavengas Holdings S. R. L.* Recuperado el 03 de Septiembre de 2015, de: <http://www.canacolenergy.co/i/pdf/nr-esp/2015-09-03CNE.pdf>

Canacol Energy Ltd. (2015b). *Canacol Energy Ltd.* Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de: <http://www.canacolenergy.co/esp/about.asp>

Canacol Energy Ltd. (2015c). *La administración.* Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de: <http://www.canacolenergy.co/esp/management.asp>

Canacol Energy Ltd. (2015d). *Operaciones. Resumen.* Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de: <http://www.canacolenergy.co/esp/operations.asp>

Canadian Securities Administrators (2015). Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de: http://www.sedar.com/homepage_en.htm

- Damodaran, A. (2015). Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Datafix.com (2015, 7 de enero). Bolsa de Valores de Colombia cambia definición de “flotante” para índices de la bolsa. Recuperado el 01 de Julio de 2015, de:
<http://www.dataifx.com/noticias/acciones-colombia/articulo-20784-bolsa-de-valores-de-colombia-cambia-definicion-de-%E2%80%9Cflotante%E2%80%9D-para-indices-de-la-bolsa>
- Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2015).
- Historia de la OPEP (s.f.). *Expansion.com* Recuperado el 10 de Julio de 2015, de:
<http://www.expansion.com/especiales/petroleo/opep.html>
- Salcedo Saldaña, C. (2014, 9 de diciembre). *Consultorio/ Precios del petróleo en 2015*. Recuperado el 09 de Diciembre de 2014, de:
<http://www.portafolio.co/opinion/analisis-precios-petroleo-2015>
- Sistema de Información Minero Energético Colombiano, SIMEC; Unidad de Planeación Minero Energética, UPME; Sistema de Información de Petróleo y Gas Colombiano, SIPG (2015, 5 de noviembre). *Principales indicadores de hidrocarburos, gas y biocombustibles*. Recuperado el 15 de Marzo de 2015, de:
<http://www.sipg.gov.co/sipg/Home/SectorHidrocarburos/PrincipalesCifras/tabid/65/language/es-ES/Default.aspx>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015). *Carta circular 67 de 10 de agosto de 2015*. Recuperado el 15 de Agosto de 2015, de:
<http://incp.org.co/Site/2015/info/archivos/carta-circular-67.pdf>
- Ministerio de trabajo Republica de Colombia (2015). Recuperado el 05 de Septiembre de 2015, de: <http://www.mintrabajo.gov.co/medios-enero-2015.html>
- Unidad de Planeación Minero Energética, UPME (2013). Análisis de oferta y demanda de gas natural. Colombia 2013. Recuperado el 10 de Agosto de 2015, de:
http://www.sipg.gov.co/sipg/portals/0/GN/ANALISIS_OFERTA_DEMANDA_GN_COLOMBIA_2013.pdf
- U.S. Energy Information Administration, EIA (2015, 5 de Septiembre). *Short-term energy and winter fuels Outlook*. Recuperado el 05 de Septiembre de 2015, de:
http://www.eia.gov/forecasts/steo/report/global_oil.cfm

Activos (corrientes y no corrientes)

Cifras en millones de pesos colombianos	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
ACTIVOS											
Activos corrientes											
Efectivo y equivalentes de efectivo	73,707	56,500	31,949	43,530	33,172	53,670	80,169	127,589	164,641	184,233	238,301
Efectivo restringido CP	-	9,752	7,366	20,242	13,060	23,002	34,358	54,681	70,561	78,957	102,129
Cuentas por cobrar, comerciales y otras	15,728	69,079	57,530	82,755	166,571	156,526	178,170	202,628	196,480	191,845	201,006
Gastos y depósitos pagados por anticipado	3,058	3,263	6,497	4,236	619	619	619	619	619	619	619
Inversiones CP	11,204	6,986	3,708	22,498	6,054	6,054	6,054	6,054	6,054	6,054	6,054
Inventario de petróleo crudo	4,386	8,258	1,063	6,472	1,200	3,996	4,214	4,564	4,726	4,790	4,883
Total Activos corrientes	108,083	153,839	108,114	179,734	220,674	243,865	303,584	396,133	443,080	466,497	552,990
Activos no corrientes											
Efectivo restringido LP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo de derivados Incorporados	966	-	-	-	15,333	15,333	15,333	15,333	15,333	15,333	15,333
Cuentas por cobrar, comerciales LP	-	-	-	4,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Activos de exploración y evaluación	51,377	175,704	198,741	190,144	162,534	221,196	284,408	352,662	415,605	474,185	532,642
Propiedades, planta y equipo	3,289	12,931	88,198	143,798	122,162	99,324	73,328	43,764	15,096	8,124	1,917
Depreciación acumulada	(1,343)	(5,279)	(36,004)	(58,701)	(88,027)	(110,865)	(136,860)	(166,425)	(195,092)	(223,084)	(252,411)
Inversión en negocio conjunto	285	704	9,197	17,062	3,744	3,744	3,744	3,744	3,744	3,744	3,744
Inversiones LP	132	3,790	3,559	3,567	71,175	71,175	71,175	71,175	71,175	71,175	71,175
Impuestos diferidos	4,283	4,986	4,798	8,681	316	316	316	316	316	316	316
Total Activos no corrientes	60,332	198,115	304,494	367,251	377,264	413,089	450,304	488,994	523,270	574,878	627,127
Total Activos	168,414	351,954	412,608	546,985	597,939	656,954	753,888	885,127	966,350	1,041,375	1,180,117

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Pasivos (corrientes y no corrientes) y patrimonio

Cifras en millones de pesos colombianos	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
PASIVO Y PATRIMONIO											
Pasivos corrientes											
Deuda con bancos CP	1,210	5,303	76,999	9,210	21,209	14,139	7,070	14,139	11,783	10,997	12,306
Cuentas por pagar, comerciales y otras	31,035	46,834	28,001	32,691	123,994	110,736	116,797	126,475	130,981	132,747	135,324
Petróleo crudo por pagar en especie	6,678	8,184	20,921	50,815	85,601	85,601	85,601	85,601	85,601	85,601	85,601
Contratos de productos básicos	240	760	1,265	1,486	8,912	8,912	8,912	8,912	8,912	8,912	8,912
Unidades de acciones restringidas CP	2,180	13,492	24,433	44,329	9,404	9,404	9,404	9,404	9,404	9,404	9,404
Impuesto al patrimonio por pagar CP	-	-	24	17	284	284	284	284	284	284	284
Impuestos por pagar	5,122	21,224	1,966	14,119	26,624	44,769	60,615	77,252	71,015	52,321	56,138
Total Pasivos corrientes	46,465	95,797	153,609	152,667	276,028	273,845	288,682	322,067	317,979	300,266	307,970
Pasivos no corrientes											
Deuda con bancos LP	213	20,833	26,920	125,886	52,953	44,128	35,302	26,477	17,651	8,826	30,889
Obligaciones de desmantelamiento	1,023	-	1,434	16,972	13,020	13,020	13,020	13,020	13,020	13,020	13,020
Deuda convertible en acciones LP	10,631	8,892	29,990	37,902	85,650	85,650	85,650	85,650	85,650	85,650	85,650
Otras obligaciones de largo plazo	-	-	-	-	10,482	10,482	10,482	10,482	10,482	10,482	10,482
Impuesto al patrimonio por pagar LP	-	3,608	1,804	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos por impuestos diferidos	-	10,484	-	-	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713	2,713
Total Pasivos no corrientes	11,867	43,817	60,147	180,760	164,818	155,993	147,167	138,342	129,516	120,691	142,754
Total Pasivos	58,332	139,614	213,756	333,427	440,847	429,838	435,850	460,408	447,496	420,956	450,724
Patrimonio											
Capital accionario	2,860	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Excedente aportado	96,738	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246	97,246
Otras reservas	1,150	1,444	1,500	1,500	8,517	8,517	8,517	8,517	8,517	8,517	8,517
Otra pérdida total acumulada	5,242	7,891	110,595	97,106	59,821	59,821	59,821	59,821	59,821	59,821	59,821
Utilidad o Déficit Acumulado	4,093	102,760	(13,488)	14,706	(11,492)	(11,492)	58,532	149,454	256,135	350,271	451,835
Resultados Del Ejercicio	-	-	-	-	-	70,024	90,922	106,681	94,136	101,564	108,974
Total patrimonio	110,083	212,340	198,852	213,558	157,092	227,116	318,038	424,719	518,854	620,418	729,393
Total pasivos y patrimonio	168,414	351,954	412,608	546,985	597,939	656,954	753,888	885,127	966,350	1,041,375	1,180,117

Fuente: elaboración propia

Cifras en millones de pesos colombianos	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Ingresos											
Ingresos de petróleo y gas natural, netos de regalías	84,123	360,874	288,675	259,640	318,942	371,942	423,374	481,492	466,883	455,869	477,638
Participación en ganancia de negocio conjunto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de ingreso operativo	84,123	360,874	288,675	259,640	318,942	371,942	423,374	481,492	466,883	455,869	477,638
Costos y gastos											
Costos de producción y de transporte	73,322	197,844	270,858	201,161	189,282	205,489	216,737	234,696	243,058	246,334	251,117
Costos de exploración y previos a la licencia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total de costo operativo	73,322	197,844	270,858	201,161	189,282	205,489	216,737	234,696	243,058	246,334	251,117
Utilidad bruta en ventas	10,801	163,029	17,816	58,479	129,661	166,454	206,637	246,796	223,825	209,535	226,521
Total de gastos operativos	(2,194)	(16,067)	4,065	(5,766)	23,377	42,261	48,105	54,708	53,048	51,797	54,270
Utilidad (pérdida) operativa	12,995	179,097	13,752	64,246	106,283	124,192	158,532	192,088	170,777	157,738	172,251
Gasto financiero neto	8,058	24,355	28,220	40,056	10,695	9,399	6,995	8,156	5,627	3,853	7,138
Utilidad (pérdida) antes de impuestos de renta	4,937	154,742	(14,468)	24,190	95,588	114,793	151,537	183,932	165,150	153,885	165,113
Impuestos de renta (recuperación)											
Corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferidos	1,994	51,982	(980)	9,484	35,767	44,769	60,615	77,252	71,015	52,321	56,138
Total Impuestos de renta (recuperación)	1,994	51,982	(980)	9,484	35,767	44,769	60,615	77,252	71,015	52,321	56,138
Participación no controladora en pérdidas y ganancias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad (pérdida) antes de ajustes de conversión	2,943	102,760	(13,488)	14,706	59,821	70,024	90,922	106,681	94,136	101,564	108,974
Otros ingresos (pérdidas)											
Ajuste de conversión de moneda extranjera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad (pérdida) neta del período	2,943	102,760	(13,488)	14,706	59,821	70,024	90,922	106,681	94,136	101,564	108,974
Utilidad (pérdida) por acción											
Básica	0.03	1.19	(0.16)	0.17	0.56	0.60	0.78	0.91	0.81	0.87	0.93

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Cifras en millones de pesos colombianos	2010	2011	2012	2013	2014	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Capital de trabajo operativo											
Cálculo KTNO											
Cuentas por cobrar, comerciales y otras	15,728	69,079	57,530	82,755	166,571	156,526	178,170	202,628	196,480	191,845	201,006
Inventario de petróleo crudo	4,386	8,258	1,063	6,472	1,200	3,996	4,214	4,564	4,726	4,790	4,883
KTO	20,114	77,337	58,593	89,228	167,770	160,521	182,384	207,191	201,206	196,635	205,889
Cuentas por pagar, comerciales y otras	31,035	46,834	28,001	32,691	123,994	110,736	116,797	126,475	130,981	132,747	135,324
KTNO	(10,922)	30,503	30,592	56,536	43,776	49,786	65,587	80,717	70,225	63,888	70,565
(Δ KTNO)	-	41,425	89	25,944	(12,760)	6,010	15,801	15,130	(10,492)	(6,337)	6,676
Cálculo de variaciones de Inversiones CAPEX											
Activos de exploración y evaluación	51,377	175,704	198,741	190,144	162,534	221,196	284,408	352,662	415,605	474,185	532,642
Propiedades, planta y equipo	4,632	18,209	124,203	202,499	210,189	210,189	210,189	210,189	210,189	231,208	254,328
Total capital invertido en CAPEX	56,009	193,914	322,944	392,643	372,723	431,385	494,596	562,850	625,794	705,393	786,970
Δ En el valor de las Inversiones en AF (PPyE)	-	137,905	129,030	69,699	(19,920)	58,662	63,211	68,254	62,944	79,599	81,577
CALCULO DEL FLUJO DE CAJA LIBRE											
Utilidad (Pérdida) operativa (EBIT)	12,995	179,097	13,752	64,246	106,283	124,192	158,532	192,088	170,777	157,738	172,251
Total Impuestos de renta (Aplicados)	1,994	51,982	(980)	9,484	35,767	44,769	60,615	77,252	71,015	52,321	56,138
Utilidad Operativa después de Impuestos (U.O.D.I.)	11,001	127,115	14,732	54,762	70,516	79,423	97,917	114,836	99,762	105,417	116,112
Agotamiento y depreciación	392	8,616	11,759	14,840	20,686	22,838	25,996	29,564	28,667	27,991	29,328
Flujo de Caja Bruto	11,392	135,731	26,491	69,602	91,202	102,261	123,913	144,401	128,430	133,409	145,440
Inversiones (Capex)	-	137,905	129,030	69,699	(19,920)	58,662	63,211	68,254	62,944	79,599	81,577
Variación (Δ KTNO)	-	41,425	89	25,944	(12,760)	6,010	15,801	15,130	(10,492)	(6,337)	6,676
Flujo de Caja Libre	11,392	(43,599)	(102,628)	(26,041)	123,882	37,589	44,901	61,017	75,978	60,147	57,186

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

Cifras en millones de pesos colombianos	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p
Flujo de Caja Libre Neto	37,589	44,901	61,017	75,978	60,147	57,186
Valor de continuidad						628,196
Costo de Capital	9.5%	9.4%	9.6%	10.0%	10.9%	10.7%
Factor de descuento	1.10	1.20	1.31	1.45	1.60	1.77
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual	34,328	37,467	46,457	52,573	37,527	32,219
Valor de la Operación	240,570					

Cifras en millones de pesos colombianos	Valor
Valor Presente Flujo de Caja Libre de la OP	240,570
Valor Presente de Continuidad	353,933
Valor de la Operación	594,503
Exceso de liquidez	33,172
Inversiones Temporales	6,054
Inversiones Estratégicas (LP)	74,919
Valor del pasivo financiero	74,162
Valor Compañía	634,486
Valor esperado de los proyectos en exploración	318,898
Valor neto de la compañía	953,383
Acciones en circulación (Ordinarias)	116,634,405
VNA del accionista por acción, (Ordinaria)	8,174
Valor de Mercado actual	5,700
Potencial de valorización vs Mercado	43.4%

Fuente: elaboración propia

Nota: 2015p = proyección para 2015; algo similar para los años 2016 a 2020

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 New Orleans, Louisiana, 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 solo 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 les 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