

ANÁLISIS Y VALORACIÓN DE CANACOL ENERGY

ANDRÉS ECHAVARRÍA BAYTER

**Trabajo de grado para optar al título de
Ingeniero Financiero**

**Juan Camilo Zapata Villegas
Director Ingeniería Financiera**



**UNIVERSIDAD EIA
INGENIERÍA FINANCIERA
ENVIGADO
2019**

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

CONTENIDO

	pág.
INTRODUCCIÓN.....	10
1. PRELIMINARES.....	12
1.1 Planteamiento del problema	12
1.2 Objetivos del proyecto	13
1.2.1 Objetivo General.....	13
1.2.2 Objetivos Específicos	13
1.3 Marco de referencia.....	13
1.3.1 Marco Contextual	13
1.3.2 Antecedentes	14
1.3.3 Marco de Referencia	16
2. METODOLOGÍA.....	23
2.1 Análisis de Mercado	23
2.1.1 Poder de Negociación de los Clientes	23
2.1.2 Rivalidad entre Competidores.....	23
2.1.3 Amenaza de Nuevos Entrantes	24
2.1.4 Poder de Negociación de Proveedores	24
2.1.5 Amenaza de Productos Sustitutos	24
2.2 Gobierno Corporativo	25
2.3 Análisis Financiero de la Situación Actual.....	25
2.4 Valoración	27
2.4.1 DCF (Flujo de Caja Descontado).....	28
2.4.2 NAV (Valor Neto de los Activos)	28

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

2.4.3	Múltiplos Comparables	29
2.5	Riesgos	30
2.5.1	Simulación de Riesgos	30
3.	PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	32
3.1	Descripción de la Compañía.....	32
3.2	Análisis de Mercado	33
3.2.1	Poder de Negociación de los Clientes	33
3.2.2	Rivalidad entre Competidores.....	35
3.2.3	Amenaza de Nuevos Entrantes	37
3.2.4	Poder de Negociación de Proveedores	38
3.2.5	Amenaza de Productos Sustitutos	39
3.3	Gobierno Corporativo	41
3.4	Análisis Financiero de la Situación Actual.....	45
3.5	Valoración	50
3.5.1	DCF (Flujo de Caja Descontado).....	54
3.5.2	NAV (Valor Neto de los Activos)	55
3.5.3	Múltiplos Comparables	56
3.6	Riesgos	57
3.6.1	Simulación del Riesgo	61
4.	CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES	63
	REFERENCIAS	65
	ANEXOS	68

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE TABLAS

	pág.
Tabla 1 - Principales Explotadoras de Gas	35
Tabla 2 - Cambio en Producción de Gas	37
Tabla 3 - Evaluación Gobierno Corporativo	42
Tabla 4 - Resumen Balance General	46
Tabla 5 - Resumen Estado de Resultados.....	47
Tabla 6 - Indicadores Financieros	48
Tabla 7 - Resumen Valoración DCF	54
Tabla 8 - Reservas	55
Tabla 9 - Resumen Valoración NAV	55
Tabla 10 - Resumen Valoración Múltiplos Comparables.....	56
Tabla 11 - Valoración Final	57
Tabla 12 - Matriz de Riesgo.....	60

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE GRÁFICOS

	pág.
Gráfico 1. Estructura Corporativa.....	33
Gráfico 2. Mercado de Gas – Costa Atlántica 2013-2022	34
Gráfico 3 - Sectores de Consumo de Gas.....	40
Gráfico 4 - Composición del Balance General	46
Gráfico 5 - Producción de Crudo vs Gas.....	50
Gráfico 6 - Ingresos vs Margen Operacional.....	51
Gráfico 7 - Composición Balance Proyectado.....	51
Gráfico 8 - Producción Futura vs ROE y ROA	52
Gráfico 9 - EBITDA vs Deuda/EBITDA	53
Gráfico 10 - WACC	53
Gráfico 11 - Creación de Valor.....	54
Gráfico 12 - Simulación Riesgo en la Estimación de Reservas.....	61
Gráfico 13 - Simulación Riesgo en los Sistemas de Gasoducto.....	62

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

LISTA DE ANEXOS

	pág.
Anexo 1- Estado de Resultados Proyectado.....	68
Anexo 2 - Balance General Proyectado.....	68
Anexo 3 - Indicadores Proyectados.....	69
Anexo 4 - Tabla WACC Proyectado.....	70
Anexo 5 - DCF.....	71
Anexo 6 - NAV.....	71
Anexo 7 - Múltiplos Comparables.....	72

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

GLOSARIO

COLCAP: índice bursátil más representativo de la bolsa de valores de Colombia, el cual contiene las 20 acciones más transadas del país.

BVC: Bolsa de Valores de Colombia.

NAV: valor de activo neto (*net asset value*).

CFA: analista financiero autorizado (*chartered financial analyst*).

DCF: flujo de caja descontado (*discounted cash flow*).

Benchmark: es el punto de referencia que es usado para comparar inversiones financieras.

Commodity: es cualquier tipo de bien que sea el subyacente de contratos de futuros transados en el mercado financiero.

Guidance: guía que brinda una empresa sobre sus planes futuros.

Capex: inversiones en bienes de capital.

Impairment: reducción permanente en el valor de un activo.

Market Cap: capitalización de mercado (precio de acción x número de acciones en circulación).

MMscfpd: millones de pies cúbicos estándares por día.

Boepd: barriles de petróleo equivalentes por día.

ANH: Agencia Nacional de Hidrocarburos.

ANLA: Autoridad Nacional de Licencias Ambientales.

UPME: Unidad de Planeación Minero Energética.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

RESUMEN

El crecimiento económico y el desarrollo de una economía son impulsados por una adecuada asignación de los recursos de ahorro en oportunidades de inversiones rentables. Esto se consigue por medio de la realización de unos buenos análisis de estas oportunidades, en donde las empresas públicas que cotizan en la bolsa de valores del país hacen parte de estas posibilidades de inversión. Por lo cual, realizar un análisis completo de una de estas compañías es relevante.

En este sentido, este trabajo consiste en un análisis estructural de Canacol Energy, empresa explotadora y productora de gas y petróleo, la cual transa en la BVC (Bolsa de Valores de Colombia) y pertenece al Colcap (índice más representativo de la BVC), en donde se incluye un análisis fundamental de su posicionamiento competitivo en la industria, su gobierno corporativo, los riesgos que enfrenta con una simulación de los mismos, y además una valoración de la compañía por medio de un modelo de flujo de caja descontado, un modelo NAV y un modelo de múltiplos comparables. Lo anterior se realizó con el fin de poder emitir una recomendación respecto a la acción, además de un precio objetivo para la misma.

Como resultados finales, se apreció que la empresa tiene un fuerte posicionamiento en el sector gasífero de la costa atlántica colombiana, un gobierno corporativo relativamente adecuado para generar valor a sus accionistas, unos riesgos que en su mayoría son riesgos medios según la matriz realizada, unas proyecciones a futuro con grandes beneficios para las empresas y sus accionistas, y finalmente se pudo emitir una recomendación de compra para la acción con un precio objetivo de 15,395 pesos. Con lo cual, se espera que la acción aumente un 36.7% con respecto a su precio actual (17/10/2019).

Palabras clave: Gas natural, Contrato, Valoración, Riesgos, Precio objetivo.

ABSTRACT

Economic growth and development of an economy are driven by an adequate allocation of savings resources in profitable investment opportunities. This is achieved through a good analysis of these opportunities, where public companies that are listed on the country's stock market are part of these investment possibilities. Therefore, performing a complete analysis of one of these companies is relevant.

In this sense, this work consists of a structural analysis of Canacol Energy, a gas and oil exploitation and production company that trades in the BVC (Colombian Stock Exchange) and belongs to the Colcap (most representative index of the BVC). Which includes a fundamental analysis of its competitive positioning in the industry, its corporate governance, the risks it faces with a simulation of them, and also a valuation of the company through a discounted cash flow model, a NAV model and a model of comparable multiples. With the objective of being able to issue a recommendation regarding the share, in addition to giving a target price for it.

As final results, it was appreciated that the company has a strong position in the gas sector of the Colombian Atlantic Coast, a corporate government relatively adequate to generate value to its shareholders, risks that are mostly medium risks according to the matrix, projections of the future with great benefits for the companies and their shareholders, and finally giving a purchase recommendation for the stock with a target price of 15,395 pesos. Therefore, the share is expected to increase 36.7% compared to its current price (10/17/2019).

Keywords: Natural gas, Contract, Valuation, Risks, Target price.

INTRODUCCIÓN

La asignación de los recursos ahorrados de una economía en oportunidades de inversiones rentables es uno de los principales retos del sector financiero de un país, en donde las economías que hacen una buena gestión de inversiones estimulan el desarrollo y el crecimiento del país a un ritmo más acelerado. Lo que se traduce en la importancia de tener unos buenos análisis financieros de las oportunidades disponibles para afrontar el desafío de estimular la generación de riqueza en el país.

Actualmente, no existe un consenso global en la forma de valorar una empresa y saber el potencial expansivo de la misma, por lo cual se vuelve pertinente el análisis y valoración de la misma empresa por varios analistas con suposiciones diferentes. En este sentido, para poder valorar las finanzas de una organización no solo se puede enfocar en el crecimiento de utilidades o flujo de efectivo, ya que estas variables no reflejan por sí solas si la corporación está creando valor o no. Gracias a los estallidos de las recientes crisis financieras globales se ha prestado cada vez más atención en otros factores importantes en el análisis de una empresa, en donde el gobierno corporativo y la exposición a los diferentes riesgos han tomado un papel principal a la hora de conocer la salud financiera de una compañía.

Este trabajo se enfoca en conocer si una inversión en Canacol Energy se traduciría en rentabilidades para el inversionista. Canacol es una compañía canadiense explotadora, productora y comercializadora de petróleo y gas con sus operaciones ubicadas en Colombia, y con acciones transando en el mercado de valores colombiano, canadiense y estadounidense. Actualmente, esta empresa tiene una de las acciones más representativas del país, generando gran apetito para los inversionistas, ya que no solo su volumen diario promedio en el país está por encima de la mayoría de acciones transadas, sino que también hace parte del índice Colcap que es el índice más representativo de la Bolsa de Valores de Colombia.

En este sentido, el desarrollo de este trabajo se enfoca en la realización de los análisis pertinentes para conocer el verdadero estado financiero actual de la empresa y su potencial de expansión. En donde, se comenzó realizando una descripción del posicionamiento competitivo de la empresa con respecto a sus competidores, proveedores, clientes, productos sustitutos y potenciales nuevos competidores. Luego de esto se evaluó la efectividad y eficiencia del gobierno corporativo, siguiendo las indicaciones del Instituto CFA, con el objetivo de conocer si la compañía cuenta con una gestión administrativa transparente y enfocada en la creación de valor para sus accionistas. Se continuó realizando un análisis financiero de los últimos resultados publicados por Canacol, esto se realizó para saber cómo se encuentra la empresa financieramente en la actualidad y cómo ha evolucionado a través de los últimos años.

Con base en lo anterior, se pueden hacer unas proyecciones de las cuentas de Canacol siguiendo los resultados de los anteriores análisis, además de los planes y proyectos a

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

futuro de la organización, por lo que se pudo encontrar unas estimaciones de los resultados futuros subjetivamente adecuadas. Gracias a estas proyecciones, se pudo realizar una valoración de la empresa por medio de tres metodologías (DCF, NAV y Múltiplos Comparables) para tener una idea más completa del futuro de la corporación, con las cuales se encontró un precio objetivo para la acción de la empresa.

Finalmente, se realizó una descripción de los principales riesgos a los cuales está expuesta Canacol y se les dio una calificación respectiva por medio de una matriz de riesgos, para poder apreciar cuales son los más importantes. Además, se realizó una simulación del impacto que podrían tener dos de los riesgos descritos en el precio objetivo de la acción encontrado por medio del modelo de valoración. Con esto, se logró un análisis de todos los factores que se deben tener en cuenta a la hora de recomendar una inversión en una compañía pública.

1. PRELIMINARES

1.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El análisis financiero es algo muy significativo para el mercado en general, el cual tiene como objetivo la asignación de los recursos (ahorros) en oportunidades de inversión (Helfert & Helfert, 2001), un desafío crítico para cualquier economía. Las economías que lo hacen bien pueden explotar nuevas ideas de negocios para estimular la innovación y crear empleos y riqueza a un ritmo más rápido. En contraste, las economías que administran mal este proceso disipan su riqueza de manera deficiente y no respaldan las oportunidades de negocios (Palepu, Healy, & Bernard, 2000).

En el estudio de los estados financieros no se puede mirar solo un factor como medio de creación de valor, se podría esperar un acuerdo universal sobre una noción tan fundamental como valor, pero este no es el caso (Kibbey, Rasor, & Bostwick, 2017). Muchos ejecutivos, analistas y medios financieros aún tratan las ganancias y el valor contable como lo mismo, y se enfocan casi obsesivamente en el incremento de las utilidades. Sin embargo, mientras que las ganancias y el flujo de caja a menudo se correlacionan, las utilidades no cuentan toda la historia de la creación de valor, en donde centrarse demasiado en las ganancias o el crecimiento de estas a menudo lleva a las empresas a alejarse de una ruta de creación de valor (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015).

Las diferentes suposiciones que hacen los analistas da lugar a que no exista un conceso definido sobre la valoración de una compañía y su situación financiera (Demaria, 2010), por lo cual viene siendo relevante la investigación y análisis de una misma empresa con el fin de obtener unas conclusiones propias y tener cierta certeza sobre la situación actual de esta y su potencial futuro (Reyes, Cadena, & De León, 2014).

Con todo y lo anterior, no se puede tener una noción total de una empresa solo con sus estados financieros también existen ítems igualmente importantes, como los son el gobierno corporativo y los riesgos a los que la firma se enfrenta. Las crisis y los escándalos en las últimas décadas desencadenaron un interés global en el gobierno corporativo, lo que resultó en un creciente entorno regulador cada vez mayor (Deloitte, 2016), por lo que su análisis se convirtió en algo significativo. Por su parte, la crisis de la burbuja inmobiliaria del 2008 atrajo una gran atención a los riesgos que enfrentan las compañías, convirtiéndose en unos factores claves para saber la salud general de una empresa (Bartram, Brown, & Walker, 2015). Con respecto a esto, la industria gasífera está expuesta significativamente a riesgos macroeconómicos como los precios de los productos básicos, la fluctuación de moneda, el de tipo de interés y la evolución política (Page, 2011).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

A partir de la anterior información, se plantea la pregunta de investigación: **¿Cuál es el estado actual de Canacol Energy, con base en su posicionamiento, su valor relativo de mercado, sus políticas y su nivel de riesgo?**

1.2 OBJETIVOS DEL PROYECTO

1.2.1 Objetivo General

- Determinar qué tan prometedora parece una inversión en Canacol Energy.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Realizar un análisis de su modelo de negocio, de la industria con su posicionamiento competitivo, y su gobierno corporativo.
- Realizar un análisis financiero de la empresa.
- Valorar la empresa.
- Analizar los diferentes riesgos que enfrenta la compañía.

1.3 MARCO DE REFERENCIA

1.3.1 Marco Contextual

Canacol Energy se encuentra entre las acciones más representativas en el país, la cual genera gran apetito para los inversionistas mostrando un volumen diario promedio de 2,1 miles de millones de pesos negociados solo en la Bolsa de Valores de Colombia, acción que también se encuentra transando en la bolsa de Toronto, donde su volumen diario promedio es de 2.5 millones de dólares canadienses. Por lo cual, la empresa cuenta con una buena liquidez y además participa en el índice Colcap (índice más representativo del país), por lo que los fondos que siguen al índice como *benchmark* invierten en la empresa.

Actualmente, Canacol es una empresa que se encuentra migrando de la industria petrolera a la gasífera, en donde recientemente hizo la venta de la mayoría de sus activos petroleros, por lo que la empresa se encuentra enfocada en incrementar sus ventas gasíferas que para el cierre del 2018 se encontraban en alrededor de 120 MMscf/d, y se espera que para el final de 2019 se complete el gaseoducto que unirá al campo de exploración Jobo con la Costa Caribe y las ventas lleguen a 215 MMscf/d, lo que representará un incremento de casi el 80%. Además de esto, la empresa planea la construcción de otro gaseoducto con destino a Medellín para el 2021 que dicen que aumentará sus ventas hasta 315 MMscf/d. Estos números que plantea la empresa atraen la atención, en donde será necesario hacer un análisis detallado para saber si estos crearán valor, ya que la empresa actualmente reportó pérdidas por segundo año

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

consecutivo (pérdidas netas de USD 21.8mn en 2018 y USD 148mn en 2017). (Canacol Energy, 2019)

Con el reciente cambio de enfoque cambiaron las expectativas de ventas, costos y por defecto los flujos de caja futuros, además del valor relativo de la empresa y los diferentes riesgos que enfrenta. Gracias a lo anterior, la empresa presenta un atractivo para analizar, esperando saber si esta reestructuración creará valor y generará una relativa atracción para los inversionistas en una acción que ha tenido un máximo histórico de COP 33,650 y un mínimo histórico de COP 2,955.

La finalidad de realizar este análisis y encontrar un valor relativo de la empresa es poder beneficiarse, ya que, al tener la acción una volatilidad del 2.97% diaria histórica los posibles beneficios son altísimos. Además, no solo se puede conseguir un beneficio, sino que se puede dar una guía a las demás personas sobre la situación actual de la empresa y su potencial para que estas puedan tomar unas decisiones objetivas respecto a sus posiciones (datos sobre la acción tomados de Bloomberg).

Por otro lado, en un contexto general este tipo de análisis que dan a conocer la realidad de cualquier empresa y si está realmente está transando en el mercado a un precio adecuado, se vuelve relevante para tener un mercado en el cual las compañías no pueden darle el precio que deseen a sus acciones, sino un precio justo y razonable con la realidad de la misma. Esto puede ser muy significativo, ya que, se han dado casos en donde una compañía vale muchísimo menos de lo que muestra, en donde las acciones de estas empresas transan por precios muchísimo más altos de lo que deberían, y cuando alguien las analiza y publica un reporte dando a conocer su perspectiva de la realidad de la misma su acción cae en picada y las personas pierden todo su dinero invertido. Por lo cual, los analistas crean un mercado más justo y seguro para los inversionistas y sus constantes análisis se convierten en pilares de los mercados financieros.

Con esto y lo anterior se puede ver lo verdaderamente importante que sería tener un análisis actualizado de Canacol Energy con supuestos descritos en el reporte, por lo cual las personas tendrían fundamentos para confiar en lo descrito y no simplemente una recomendación sin fundamentos.

1.3.2 Antecedentes

En el siglo XIX a medida que avanzaba la tecnología, crecía la inmigración y con esta el crecimiento de las compañías en Estados Unidos, lo cual dio como consecuencia que los contadores y actuarios fueran llamados a estudiar los documentos financieros del día para determinar su precisión y el valor de sus proyecciones. En la costa este de los Estados Unidos, el Estado de Massachusetts aprobó una ley en 1858 que requería que un comisionado calculara las reservas potenciales de pólizas para todas las compañías en el estado que requerían licencias, para garantizar que estuvieran adecuadamente cubiertas si fuera necesario (Business Valuation Specialists LLC, 2016).

Con el paso del tiempo surgió luego la valoración de empresas, en donde las compañías valían más que sus activos restándoles sus pasivos y se crearon conceptos como el de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

flujo futuro, y con este iniciaron los diferentes métodos de valoración. Actualmente existen muchas formas de realizar una valoración, algunas siendo muy utilizadas a través de los años. Sin embargo, hoy en día el método más universal es el Flujo de Caja Descontado, el cual es usado por la mayoría de analistas gracias a sus buenos resultados asignado un valor relativamente adecuado (Soler Sanz-Ramos, 2014).

Con respecto a la valoración de una compañía específica, no existe un consenso de un precio definitivo debido a cada una de las diferentes suposiciones y métodos de aproximación de cada analista, por lo que se puede llegar a precios similares pero siempre puede haber alguien en desacuerdo. Con esto en mente, no se puede tener una forma concreta para aproximarse a una empresa, cada analista debe hacer su propio análisis y sobre este proceder, por lo cual basarse en reportes o análisis de otros analistas no es apropiado. No obstante, los antiguos análisis se pueden usar de guía para saber qué tan alejado se está del consenso del mercado (el promedio de los analistas).

Con respecto a Canacol Energy, existen varias empresas que siguen de cerca y generan reportes financieros de la misma, entre ellas se encuentran Valores Bancolombia, ScotiaBank y Casa de Bolsa. Estas compañías han realizado sus respectivas valoraciones y han obtenido resultados diversos con precios objetivos diferentes, con las primeras dos emitiendo recomendación de sobreponderar (darle mayor peso a la acción en el portafolio que la participación que tiene esta en el *benchmark*) y la última firma la recomendación de compra.

En el reporte de cobertura de Valores Bancolombia, sus analistas dan un precio objetivo de COP 14,800 y usan una valoración por DFC (Flujo de Caja Descontado) y por NAV (Valor de Activo Neto). Los analistas de esta firma llegan a este precio exponiendo el cambio de negocio de la empresa a solo activos gasíferos, en donde creen que será muy beneficioso para esta y para sus éxitos de exploración, ya que es más fácil y económico la extracción de gas que de petróleo. Además, exponen que este giro de negocios dará unos flujos futuros más estables y crecientes gracias al plan de expansión de la compañía. A su vez, describen que las reservas tienen una vida útil de 6.3 años algo muy por debajo del promedio de 15 años que tenía Canacol. Por otro lado, expresan que los principales riesgos que enfrenta la misma son retrasos potenciales en uno o más de los proyectos y aumentos en costos operativos (Yarce & Buitrago, 2018).

Por su parte, los analistas de ScotiaBank dan un precio objetivo de COP 9,950 usando el método de valoración NAV. Los analistas hacen hincapié a los constantes descubrimientos de pozos gasíferos, por lo que ellos creen que las reservas de la empresa tenderán a crecer rápidamente y con ellas su producción. También plantean un crecimiento en los flujos de caja futuros de casi el 50% a/a gracias a los proyectos de gaseoductos que se ejecutan para el beneficio de las ventas de la empresa. Por otro lado, proyectan una deuda constante por lo que Canacol mejoraría sus indicadores de endeudamiento y por ende sería menos propensa a incurrir en riesgos de liquidez. Con respecto a esto, los analistas ponen como riesgos clave los precios de los *commodities*, los riesgos de exploración, el cumplimiento en la ejecución de proyectos, y lo relacionado con lo político (Wylie & Robert, 2017).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Por último, la firma Casa de Bolsa cuenta con un precio objetivo de COP 10,867 obtenido de una valoración basada en un modelo de flujo de caja descontado y un modelo NAV. Los analistas suponen que la demanda de gas en Colombia irá en aumento, en donde mencionan que actualmente el país se está acercando a un escenario de sobredemanda, además mencionan que los precios de venta de la empresa serán constantes gracias a la estructura de contratación *take or pay* que tiene la misma. En este mismo orden, estiman que la mayor estabilidad en los ingresos operacionales facilitará el desarrollo de sus nuevos proyectos de la empresa, por cual ven una disminución en este riesgo y creen que el mayor obstáculo de la compañía es el riesgo de incumplimiento de los contratos que tiene firmados (*Duarte Fandiño & Duarte Pérez, 2018*).

1.3.3 Marco de Referencia

- **Flujo de caja libre**

Este es el estado financiero donde se muestran las entradas y salidas de la compañía, si el flujo de caja de la empresa termina siendo positivo significa que los activos están generando dinero, por el contrario si es negativo la compañía no está siendo rentable. En general este estado muestra el dinero que le queda a la compañía luego de sus actividades operacionales y por lo general tiene la siguiente estructura.

Ingresos Operacionales
- Impuestos
+ Dep. & Amortizacion
F.C Bruto
- Δ Capital de Trabajo
- Δ CAPEX
- Δ Otras Inversiones
F.C.L

- **Costo de capital (WACC)**

Las empresas a menudo dirigen sus negocios utilizando el capital que obtienen a través de diversas fuentes. Incluyen la obtención de fondos mediante la cotización de sus acciones en la bolsa de valores (capital), o mediante la emisión de bonos que pagan intereses o la obtención de préstamos comerciales (deuda). Todo ese capital tiene un costo, y el costo asociado con cada tipo varía para cada fuente. WACC es el costo promedio después de impuestos de las diversas fuentes de capital de una empresa, incluidas las acciones ordinarias, las acciones preferentes, los bonos y cualquier otra deuda a largo plazo. En otras palabras, WACC es la tasa promedio que una empresa espera pagar para financiar sus activos.

- **Valor presente**

Es el valor que tiene hoy un flujo de efectivo que se recibirá en el futuro, y como este valor es en el futuro en el presente tendrá un valor menor, en donde entre más en el futuro sea

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

recibido el flujo su valor será menor (gracias a la inflación). Para calcular el valor presente se usa la siguiente fórmula:

$$VP = \frac{VF}{(1 + i)^n}$$

En donde: VF es el flujo que se recibirá en el futuro, *i* es la tasa de descuento del flujo y *n* es el periodo en años.

- **Proyección de los Estados Financieros**

Para proyectar los estados se deben seguir los siguientes pasos:

1. **Preparar y analizar datos financieros históricos.** Antes de pronosticar las finanzas futuras, se debe construir y analizar las finanzas históricas.
2. **Construye el pronóstico de ingresos.** Casi todos los ítems dependerán directa o indirectamente de los ingresos. Se debe estimar los ingresos futuros utilizando una aproximación ya sea de arriba hacia abajo (basado en el mercado) o un enfoque de abajo hacia arriba (basado en el cliente). Los pronósticos deben ser consistentes con la evidencia histórica sobre el crecimiento de toda la economía.
3. **Pronostique el estado de resultados.** Se debe utilizar los impulsores económicos adecuados para pronosticar los gastos operativos, la depreciación, los ingresos por intereses, los gastos financieros e impuestos.
4. **Proyección del balance:** se pronostica el capital invertido y activos no operativos con base ya sea en el *guidance* de la empresa o en el análisis de los estados históricos de esta. Con esto se proyecta el capital de trabajo operativo; la propiedad, planta y equipo; y los activos no operativos.
5. **Cerrar el balance.** Complete el balance general calculando las ganancias retenidas y pronosticando otras cuentas de capital. Utilice el exceso de efectivo y/o la nueva deuda para equilibrar el balance, esto se consigue haciendo el Estado de Flujo de Efectivo por lo que se sabrá si la empresa necesitará financiarse con deuda o si termina con caja al final del periodo.

- **Valoración por DCF (Discounted Cash Flow)**

Este método de valoración consiste en traer a valor presente los flujos de caja futuros de la empresa descontándolos con el costo de capital (WACC), por lo cual se debe hacer una proyección a 5 años de los estados financieros de la compañía para poder estimar el flujo de caja futuro y proyectar el resto de años con un crecimiento a perpetuidad. Al obtener el valor presente de estos flujos se les debe restar la deuda neta para encontrar el valor de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

la empresa, si se desea encontrar el precio por acción este valor se debe dividir por el número de acciones en circulación.

- **Valoración por Múltiplos**

La idea básica detrás del uso de múltiplos para la valoración es que los activos similares deben venderse a precios similares, ya sean casas o acciones. En el caso de una acción, el índice de referencia típico es alguna medida de las ganancias, más popularmente el múltiplo de precio a ganancias (P / E), que es simplemente el valor de la compañía dividido por sus ganancias. Los múltiplos se pueden usar para valorar compañías no negociadas o divisiones de compañías comercializadas y para ver cómo se valora una compañía que cotiza en la lista con respecto a sus pares. Las compañías en la misma industria y con un rendimiento similar deben comerciar en el mismo múltiplo. Por lo que, tomando varios múltiplos financieros de empresas similares se puede encontrar un promedio ponderado y usar este con los estados de la empresa para encontrar el valor relativo de esta.

- **Valoración por NAV (Net Asset Value)**

Para una compañía de la industria de petróleo y gas este método de valoración sirve para poder calcular cuánto vale la empresa con respecto a sus reservas, ya que la compañía no puede extraer materia prima para siempre. Este método propone descontar los flujos de operación que recibe la empresa por la venta del gas o crudo hasta que sus reservas se agoten y traer estos flujos al valor presente, en donde la empresa solo podrá operar hasta que la totalidad de sus reservas sean extraídas y vendidas.

- **Reservas 1P**

Son las reservas de hidrocarburos probadas que tienen la mayor probabilidad de extracción, en general el 90% de estas reservas terminan siendo extraídas y vendidas. Son estimadas a partir del análisis de datos geológicos y de ingeniería, que se pueden recuperar de depósitos bien establecidos o conocidos con el equipo existente y bajo las condiciones operativas existentes. Son las reservas más importantes para el mercado debido a su alto grado de factibilidad.

- **Reservas 2P**

Estas son las reservas probables, que se considera que tienen una probabilidad de mínimo el 50% de poder ser extraídas. Son el segundo tipo de reservas más importantes en una empresa, generalmente estas sumadas a las 1P son consideradas como las verdaderas reservas de una compañía de hidrocarburos.

- **Reservas 3P**

Son las reservas posibles, en donde estas tienen generalmente una probabilidad de al menos el 10% de poder ser extraídas. Son las reservas menos importantes para una

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

compañía y para el mercado, muchos analistas no las consideran como reservas verdaderas de la empresa.

- **Riesgo de Mercado**

Con respecto a un negocio, este implica el riesgo de condiciones cambiantes en el mercado específico en el que una empresa compite por los clientes. Un ejemplo de riesgo de mercado es la creciente tendencia de los consumidores a comprar en línea. Este aspecto del riesgo de mercado ha presentado desafíos significativos para los negocios minoristas tradicionales. Por otro lado, en los mercados financieros el riesgo de mercado es la posibilidad de que un inversionista experimente pérdidas debido a factores que afectan el desempeño general de los mercados en los que está involucrado. Es un riesgo sistemático, ya que no puede eliminarse a través de la diversificación, aunque puede protegerse contra él. Algunas fuentes de riesgo de mercado incluyen recesiones, disturbios políticos, cambios en las tasas de interés, desastres naturales y ataques terroristas.

- **Riesgo Operacional**

Se refiere a los diversos riesgos que pueden surgir de las actividades comerciales ordinarias de una empresa. La categoría de riesgo operacional incluye juicios, riesgo de fraude, problemas de personal y riesgo del modelo de negocio, que es el riesgo de que los modelos de marketing y crecimiento de una empresa puedan resultar inexactos o inadecuados.

- **Riesgo de Crédito**

También conocido como riesgo de incumplimiento, es el tipo de riesgo asociado con el préstamo de dinero. Si los prestatarios no pueden pagar el préstamo, entran en incumplimiento. Los inversionistas afectados por el riesgo crediticio sufren una disminución en los ingresos por los reembolsos de los préstamos, así como la pérdida de capital e intereses, o enfrentan un aumento en los costos de cobro.

- **Riesgo de Liquidez**

Incluye liquidez de activos y riesgo operacional de liquidez de fondeo. La liquidez de los activos se refiere a la relativa facilidad con que una empresa puede convertir sus activos en efectivo en caso de que haya una necesidad repentina y sustancial de flujo de efectivo adicional. Las caídas generales o estacionales en los ingresos pueden presentar un riesgo sustancial si la compañía se encuentra repentinamente sin suficiente efectivo disponible para pagar los gastos básicos necesarios para continuar funcionando como un negocio.

- **ANH**

Agencia Nacional de Hidrocarburos, encargada de regular y gestionar los recursos de hidrocarburos del país. Además es la agencia que gestiona los contratos para la

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

explotación de los campos productivos de este tipo de recursos en el país y se encarga también de emitir informes y estadísticas sobre la producción y explotación de estos campos.

- **ANLA**

Autoridad Nacional de Licencias Ambientales, encargada de que los proyectos, obras o actividades sujetos de licenciamiento, permiso o trámite ambiental cumplan con la normativa ambiental, de tal manera que contribuyan al desarrollo sostenible del País. Por lo que es la autoridad que emite todo tipo de licencias y permisos ambientales para todo tipo de proyectos.

- **UPME**

Unidad de Planeación Minero Energética, es la entidad encargada de planear el desarrollo minero - energético, apoyar la formulación e implementación de la política pública y generar conocimiento e información por medio de estadísticas e informes con respecto a este sector.

- **Bolsa Mercantil de Colombia**

Es una bolsa colombiana de negociación de productos agropecuarios, industriales, minero-energéticos y otros *commodities*.

- **Gestor de Mercado de Gas Natural**

Es el gestor de mercado de la Bolsa Mercantil de Colombia responsable de gestionar y hacer pública la información transaccional y operacional del sector del gas natural, con el fin de hacer más transparente el mercado.

- **Contratos Take or Pay**

Es un acuerdo que estructura las negociaciones entre las empresas y sus proveedores. Con este tipo de contrato, la compañía toma el producto del proveedor o le paga una multa. Por lo cual, ambas partes fijan a largo plazo cuanto negociarán y si una de las partes no está en capacidad de recibir el producto o entregarle esta debe pagarle igualmente a la otra parte.

- **Upstream**

Es un término para las etapas de operaciones en la industria del petróleo y el gas el cual incluye las actividades de exploración y producción de hidrocarburos.

- **Downstream**

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Las operaciones de downstream pueden incluir el refinado de petróleo, crudo y la distribución de sus subproductos, como gasolina, líquidos de gas natural, diésel y una variedad de otras fuentes de energía.

- **Midstream**

Son las actividades incluyen el procesamiento, almacenamiento, transporte y comercialización de petróleo, gas natural y líquidos de gas natural.

- **Covenant**

Es una cláusula en un contrato, o cualquier otro acuerdo formal de deuda, de que ciertas actividades se llevarán a cabo o no. Los *covenants* en finanzas con mayor frecuencia se relacionan con términos en una contratación financiera, como un documento de préstamo o emisión de bonos que establece los límites a los cuales el prestatario puede prestar más. A menudo, los prestamistas ponen en práctica estas medidas para protegerse de los prestatarios que no cumplen con sus obligaciones debido a acciones financieras que perjudican a ellos mismos o al negocio. Los *covenants* pueden hacer que el crédito sea cobrado anticipadamente.

- **MMscfpd**

Millones de pies cúbicos estándares por día.

- **Boepd**

Barriles de petróleo equivalentes por día. 1 Boepd es igual a 5,700 MMscfpd.

- **Fuerzas de Porter**

Las cinco fuerzas de Porter son un modelo que identifica y analiza cinco fuerzas competitivas que dan forma a cada industria, y ayuda a determinar las debilidades y fortalezas de una industria. Utilizado con frecuencia para identificar la estructura de una industria para determinar la estrategia corporativa, el modelo de Porter se puede aplicar a cualquier segmento de la economía para buscar rentabilidad y atractivo.

Las fuerzas son:

1. Poder de negociación de los clientes.
2. Rivalidad entre competidores.
3. Amenaza de nuevos entrantes.
4. Poder de negociación de los proveedores.
5. Amenaza de Productos sustitutos.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- **Estructura Corporativa**

La estructura corporativa se refiere a la organización de diferentes departamentos o unidades de negocios dentro de una empresa. Dependiendo de los objetivos de una empresa y la industria en la que opera, la estructura corporativa puede diferir significativamente entre las empresas. Es la forma en la que operan las subsidiarias y departamentos de la organización y a quien le responden.

- **Junta directiva**

Es un grupo de personas que supervisan conjuntamente las actividades de una organización. Los poderes, deberes y responsabilidades de dicha junta están determinados por las reglamentaciones gubernamentales, la constitución y los estatutos de la organización. La Junta es el organismo con mayor poder dentro de una empresa y con esto es quien gestiona todo el gobierno corporativo de la misma.

2. METODOLOGÍA

2.1 ANÁLISIS DE MERCADO

2.1.1 Poder de Negociación de los Clientes

Se hizo una búsqueda de los clientes de Canacol Energy y la forma en que se relacionan con ellos, observando la manera en que se pactan los acuerdos y su respectiva importancia dentro de las ventas de la empresa.

Debido a que en los reportes financieros la organización solo enfatiza que ya tiene unos contratos pactados sin mencionar la contraparte ni los parámetros de los mismos, se hizo una búsqueda en las publicaciones (comunicados) de la explotadora para poder conocer algunos detalles de lo anterior. Gracias a estos comunicados se pudo llegar a saber cómo está vendido la empresa el gas y cómo negocia los mismos, con cuánto tiempo de anticipación firma los contratos y por cuánto tiempo se pactan.

Por otro lado, se realizó una búsqueda de la información del mercado gasífero en la Costa Caribe. En esta, se profundizó en las cifras de la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) de Colombia sobre las ofertas de gas que hubo en el pasado y la demanda pasada y proyectada a futuro del mismo *commodity*. Con estos datos, se procedió a comparar con las cifras de la ANH haciendo una tabla para saber la oferta que tiene Canacol y su principal rival en el mercado regional, Chevron, a través de los años.

2.1.2 Rivalidad entre Competidores

Para poder conocer los competidores más importantes se recurrió a la ANH (Agencia Nacional de Hidrocarburos, que es la organización del gobierno colombiano encargada de regular todo el mercado de explotación de hidrocarburos). La ANH es quien subasta los campos de producción y sus respectivas licencias, además de controlar los mismos y sacar las estadísticas respecto a la producción de los diferentes *commodities*. Por lo cual, esta agencia es quien publica los datos de producción de gas de cada compañía y de cada campo al mes.

Al obtener estos datos se pudo encontrar cuales son las empresas que en realidad compiten con Canacol en el mercado gasífero colombiano y al conocerlas se hizo una investigación respectiva de cada una para conocer sus diferentes controlantes y tener una noción de sus respectivas agendas para el futuro.

Por otro lado, gracias a las estadísticas de la ANH se pudo realizar unas tablas para conocer el crecimiento de la producción de gas de las compañías para poder saber cuáles pequeños rivales podrían llegar a competir directamente con Canacol.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

2.1.3 Amenaza de Nuevos Entrantes

Para poder conocer que nuevas compañías habían comenzado a explotar gas en Colombia se recurrió a las estadísticas de producción de la ANH y se comparó las empresas que producían en el informe con el formato actual más viejo frente al último publicado, es decir, las listadas en 2015 versus las listadas en 2019.

Por otro lado, se investigó cuáles son las formas para entrar al mercado colombiano de explotación de hidrocarburos específicamente gas, observando los requerimientos de la ANH, la existencia de alguna otra agencia que pueda regular los contratos de explotación y producción, y las maneras de entrar al mercado sin la necesidad de firmar un contrato con una agencia reguladora.

Con el fin de conocer los requisitos de entrada, se hizo una búsqueda de los contratos de explotación y producción que recientemente fueron firmados por la ANH con una empresa, en estos acuerdos se observó el monto que se comprometieron a invertir cada organización y con estos montos se hizo un promedio para saber cuál es un valor medio que se debe comprometer invertir para poder ganar un contrato en una subasta.

2.1.4 Poder de Negociación de Proveedores

En este poder se buscó los proveedores que en realidad sean importantes y tengan que ver en gran medida con el modelo de negocios de la empresa, cómo lo son las empresas con las que tiene proyectos conjuntos, los contratistas y cómo lo son las agencias estatales que proveen diferentes licencias requeridas por Canacol para sus operaciones.

En este sentido, se procedió a buscar cuales son las licencias que la empresa necesita para la poder realizar la explotación de hidrocarburos, construcción de sus campos e infraestructura, y quienes otorgan estas licencias, además de conocer el proceso para la concesión de las mismas. Por otro lado, se enfatizó también en la relación que tiene Canacol con las compañías que proveen el servicio de transporte de gas.

Luego de esto, se investigó el tipo de poder que cada una de las organizaciones anteriores posee, por lo que se procedió a conocer cuántas empresas transportadoras de gas existen recurriendo al directorio de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (Creg).

2.1.5 Amenaza de Productos Sustitutos

Para conocer las diferentes amenazas de productos sustitutos que afectan al gas natural se hizo primero una búsqueda de los sectores de consumo del *commodity* más importantes en el país, para esto se remitió a la Bolsa Mercantil de Colombia, la cual es la encargada de gestionar el mercado de hidrocarburos en el país. Esta empresa cuenta con el Gestor de Mercado de Gas Natural, el cual genera estadísticas e informes de los elementos que tienen que ver con la comercialización y venta del producto, en estos informes se publica mensualmente los sectores que más han adquirido gas en el país, por lo cual con estas cifras se pudo conocer quiénes son los consumidores más significativos.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Luego se procedió a investigar para qué, y por qué se usa el gas natural en estos sectores además de qué productos pueden sustituirlo, empezando por el industrial. En este se investigó las principales industrias que usan el *commodity* y sus beneficios económicos y ecológicos.

En el sector residencial se investigó la actual infraestructura y electrodomésticos que usan el gas natural en las viviendas, además se comparó el valor del gas para una residencia con sus productos sustitutos.

En el sector vehicular y en el de generación térmica se investigó las actuales tendencias ambientales y los beneficios que trae consigo el uso del gas natural, además de los diferentes productos sustitutos que compiten en estos mercados.

2.2 GOBIERNO CORPORATIVO

Para este elemento de análisis se refirió al Instituto CFA que cuenta con un manual para inversionistas sobre el gobierno corporativo de las empresas listadas en bolsa. Este manual toma varios ítems que deberían tener las empresas para que tengan una buena gestión corporativa que añada valor a los accionistas, con base en estos ítems se tomaron los más importantes para evaluarlos en Canacol.

Respecto a la evaluación se tomó una escala de puntuación de 1 a 4, siendo el 4 el mejor puntaje si la empresa cumple en su totalidad con lo requerido por el Instituto CFA y el 1 el peor puntaje cuando la empresa no cuenta con el elemento requerido. Para darle un sentido a esta evaluación se procedió a realizar una tabla que cuente con el criterio del CFA, la descripción de este, la puntuación, y la política de la empresa respecto a este ítem.

En este sentido, para realizar la respectiva evaluación de cada criterio con base en las políticas de la empresa se procedió a investigar los manuales de Canacol de sus respectivos organismos de gobierno, como el de la Junta directiva y los Comités. Además, para completar algunos criterios se requirió investigar las políticas canadienses sobre empresas públicas para conocer qué derechos les obligan otorgar a los accionistas (derechos que de otra forma no los reporta la empresa).

Luego de obtener las diferentes políticas de la empresa sobre cada criterio, se les otorgó un valor con base en la escala definida y al final se hizo un valor promedio para cada clasificación de criterio y un total para la empresa, con el fin de darle una puntuación respectiva a la gestión corporativa.

2.3 ANÁLISIS FINANCIERO DE LA SITUACIÓN ACTUAL

Para el análisis financiero se tomaron los últimos 4 años reportados por la compañía (2015 a 2018), a estos estados se les realizó un análisis horizontal para conocer los cambios que han tenido a través de los años, además del cambio promedio. Con estos

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

datos se pudo analizar las cuentas más importantes para la compañía y crear unas tablas resumen de los diferentes estados financieros.

Se inició observando los cambios en el balance general, en donde se graficó la composición del mismo para conocer más detalladamente cómo se ha visto afectado el patrimonio de los accionistas. Luego de analizar las cuentas del balance se continuó con el estado de resultados, en el cual se analizó primero de una forma macro y al conocer que las operaciones de la empresa estaban generando utilidades, pero estas no se ven reflejadas en ganancias se procedió a analizar las cuentas detalladas para encontrar la causa.

Luego de analizar estos estados, se procedió a obtener los indicadores financieros (razones) más importantes para el mercado, los cuales se obtuvieron de la siguiente forma:

- **EBITDAX:** utilidad operacional + depreciaciones + amortizaciones + costos de explotación.
- **Margen Bruto:** utilidad bruta / ingresos operativos.
- **Margen Operacional:** utilidad operacional / ingresos operativos.
- **Margen Neto:** utilidad neta / ingresos operativos.
- **Margen EBITDA:** EBITDA / ingresos operativos.
- **ROE:** utilidad neta / patrimonio controlante.
- **ROA:** utilidad neta / total activos.
- **ROIC:** utilidad operacional * (1 - tasa impositiva) / activos netos de operación.
- **Razón Corriente:** activo corriente / pasivo corriente.
- **Deuda / EBITDA:** deuda total / EBITDA.
- **Deuda neta / EBITDA:** (deuda total – efectivo) / EBITDA.

Después de obtener estos indicadores se procedió a realizar un análisis horizontal de los mismos para conocer la evolución de la empresa con respecto a su rentabilidad, endeudamiento, liquidez y producción. Para este último ítem se realizó una gráfica del cambio de producción de crudo y de gas para conocer mejor como ha sido la nueva estrategia de la empresa.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

2.4 VALORACIÓN

Para realizar la valoración financiera de la empresa se usaron tres métodos que fueron ponderados para encontrar un valor final: DCF a 10 años, Múltiplos Comparables y NAV con referencia en las reservas terminales de la empresa. En este sentido se comenzó realizando unas estimaciones futuras de las cuentas de la organización.

Estas proyecciones están alineadas con los objetivos y el *guidance* de la compañía, estimando unos incrementos en la producción que se darán un poco más tarde de lo pronosticado por la organización (se pronosticó que el gasoducto planeado hacia Medellín entrará en funcionamiento a principios del 2023), esto debido a las demoras que se han visto en los anteriores aumentos planeados, en donde la producción pasará a 182 MMscfcpd en el 3Q19, 210 MMscfcpd en el 4Q19, y finalmente a 310 MMscfcpd en el inicio del 2023. Por su parte, los precios de venta del gas están alineados con los actuales (cerca de 30 dólares por boe) y van creciendo anualmente con base en la inflación estadounidense que para los próximos años está estimada cerca del 2%, por lo que se alinean a los incrementos en los precios de los contratos *take or pay* reportados por la compañía que representan cerca del 90% de las ventas de gas.

Con respecto a los costos operacionales (producción y transporte) por boe de gas, se espera que estos vayan gradualmente decreciendo a medida que vaya aumentando la producción, ya que el 90% de los costos de producción son fijos por lo cual los estimados crecimientos en las ventas no afectarán en la misma medida a los costos operativos. Por lo cual, fueron proyectados a aumentar con la inflación estadounidense, pero cada vez que se estimó un aumento en la producción se hizo una reducción equivalente en estos costos para reflejar lo expresado anteriormente.

Por otro lado, las cuentas costos de administración y ventas, depreciación, y crecimiento en otras reservas fueron pronosticados por medio del crecimiento trimestral promedio que tuvieron en los últimos cuatro años, que fue respectivamente del 14.44%, 2.57% y 1.32%. Las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar, fueron pronosticadas con la rotación histórica que tuvieron en los últimos cuatro años de 85.69 y 114.84 días respectivamente. Los gastos en compensaciones y los costos de licencias de pre-exploración fueron proyectados a aumentar con la inflación americana. Además, el *capex* fue estimado con base en los objetivos de la empresa, dejando constante hasta el final de 2021 el que fue planificado para el 2019 (USD 119mn) y luego se reduce un 20% para los demás años, ya que para estos la empresa planea una inversión no tan agresiva (al *capex* y a la depreciación va atada la cuenta de propiedad, planta y equipo). Por otro lado, se utilizó una tasa impositiva fija del 30% para reflejar los impuestos que en su mayoría son canadienses que cuentan con una tasa cercana al 29% y los demás colombianos que cuentan con una tasa mayor.

Además, los gastos no operacionales aparte de los intereses fueron pronosticados como nulos, esto debido a que los que se han presentado históricamente o son imposibles de predecir (*impairments*, pérdidas o ganancias por instrumentos financieros o divisas, donaciones, pérdidas en liquidaciones de líneas de crédito, impuestos únicos, entre otros), o la empresa no proporciona la suficiente información como para proyectarlos e

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

históricamente estas cuentas han variado tanto que no se puede obtener ningún tipo inferencia de cómo serán en el futuro.

Finalmente, los pasivos financieros fueron calculados por medio de una tabla de amortización para cada deuda (leasing, préstamos y emisiones) con base en las tasas y los plazos reportados por el emisor. Además, para las *seniors notes* se pronosticó una emisión idéntica en cuanto se venzan las actuales en mayo del 2025. Y las otras cuentas del balance no mencionadas se mantuvieron constantes.

Con respecto al WACC, este se calculó por medio del modelo CAPM, tomando un costo de deuda ponderado por las respectivas tasas y montos de las obligaciones financieras, leasings y *seniors notes* que actualmente tiene la empresa. El costo de patrimonio fue encontrado con la tasa de los bonos del tesoro americano a diez años tomada de Bloomberg como rentabilidad de activo sin riesgo (Rf), con una prima de mercado del 6% tomada del profesor Damodaran quien calcula el excedente de rentabilidad del índice S&P 500 frente a la del bono del tesoro americano entre 2008 y 2017, con una beta desapalancado tomado también del profesor Damodaran del sector Oil & Gas (este beta se transformó en beta apalancado con una tasa impositiva del 30%, la deuda neta y el *Market cap* de la compañía), y con un riesgo país como el CDS (*Credit Default Swap*, que representa el riesgo de que el país incumpla sus deudas o entre en default) de Colombia a diez años tomado de Bloomberg. Además, se encontró un WACC diferente para cada año futuro variando las cuentas que cambian anualmente.

2.4.1 DCF (Flujo de Caja Descontado)

Para encontrar el resultado de esta valoración se proyectó el flujo de caja anual hasta el 2028 por medio de las estimaciones anteriormente expresadas, este flujo se trajo a valor presente siendo descontado por el WACC calculado. Además de esto, se calculó un flujo final a perpetuidad con un crecimiento anual del 3% debido a que para el último año proyectado (del 2027 al 2028) el flujo de caja crece aproximadamente este valor (2.92%) y suponiendo que la compañía genere nuevos proyectos de inversión luego del 2028 se espera que el crecimiento continúe a estos niveles, flujo a perpetuidad que se trajo igualmente al valor presente. Finalmente, se sumaron todos estos flujos futuros en valor presente más el efectivo actual y menos la deuda encontrando así el valor del patrimonio de la compañía. Este último valor se dividió sobre el número de acciones en circulación para encontrar el precio objetivo de la acción para esta metodología. A este método se le asignó un valor del 20% en la ponderación del valor final de Canacol, ya que es un método con muchos supuestos que para una empresa de esta industria son significativamente volátiles.

2.4.2 NAV (Valor Neto de los Activos)

Esta valoración fue enfocada en las reservas terminales de la compañía, ya que esta no puede continuar operando si no tiene hidrocarburos, por lo cual se asume que la empresa no encontrará nuevas reservas y su operación terminará cuando explote todos los recursos que actualmente posee.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

En este sentido, se refirió al informe anual de 2018 de Canacol, en el cual están expresadas las reservas 1P, 2P y 3P de la compañía. A estas reservas se les dio respectivamente un 90%, 50% y 10% de veracidad en que estas se extraigan y sean vendidas, con estos porcentajes se encontró los recursos productivos de la empresa. Con estos recursos y las proyecciones anteriormente descritas se encontró un flujo de caja operativo para cada año hasta el 2024, que es cuando se acaban los recursos actuales según las proyecciones de producción, estos flujos fueron traídos a valor presente siendo descontados por el WACC. Luego a la suma de los valores presentes se les resta la deuda neta (Deuda – Efectivo) encontrando así el valor del patrimonio de la compañía, el cual se dividió entre el número de acciones en circulación para encontrar el precio objetivo de la acción para esta metodología. A este método se le asignó un valor del 60% en la ponderación del valor final de Canacol, ya que es el método que refleja el valor real de los recursos actuales de una empresa en esta industria, esto debido a que es incierto saber si la compañía encontrará más reservas de hidrocarburos y podrá continuar operando.

2.4.3 Múltiplos Comparables

Para esta valoración se tomaron veintidós empresas similares, todas las cuales son públicas, canadienses y están operando en el sector Oil & Gas, por lo que los múltiplos de todas se pueden comparar con los de Canacol. Para los datos de los múltiplos se usó la plataforma Bloomberg, en la cual se encuentra la mayoría de la información de casi todas las compañías públicas del mundo. En este sentido, se seleccionaron cinco múltiplos diferentes los cuales fueron:

- **EV / EBITDA:** el cuál es la división entre el valor de la compañía sobre el EBITDA.
- **P/E:** uno de los indicadores más usados por los analistas, es el precio de la acción sobre la utilidad neta por cada acción.
- **P/Sales:** es el precio de la acción dividido los ingresos por ventas proporcionales a cada acción.
- **P/BV:** este indicador representa el precio de la acción sobre el valor del patrimonio proporcional a cada acción.
- **EV/Production:** un múltiplo relativamente importante para una empresa de este sector, representa la división entre el valor de la compañía y su producción anual de hidrocarburos.

Luego de seleccionar los múltiplos a utilizar, se realiza un promedio ponderado por el *Market cap* de cada organización para así encontrar un valor de referencia, este valor es usado para calcular el valor respectivo que debería tener Canacol al multiplicar estos indicadores por la respectiva cuenta, dando así el valor patrimonial o el valor de la compañía, a este último se le restó la deuda neta y se encontró el valor del patrimonio. A estos cinco datos obtenidos se les realizó un promedio aritmético para encontrar así el valor relativo del patrimonio de Canacol. En el promedio ponderado final se le asignó un

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

porcentaje del 20% a esta metodología, debido a que este método no es muy confiable y solo es una comparación con las empresas públicas similares.

2.5 RIESGOS

Para este objetivo específico se hizo primero una identificación de los riesgos a los cuales está expuesta la compañía, empezando por entender cuáles son los principales riesgos que afectan a las empresas de la industria petrolera y gasífera en Colombia, para luego referirse a los informes particulares de Canacol en los cuales especifican los riesgos que tienen en cuenta a la hora de hacer cubrimiento o a la hora de saber qué elementos escapan del control de la organización y que puedan afectar sus operaciones, los cuales dan a conocer a los inversionistas para que estos sean conscientes de las incertidumbres que trae invertir en la empresa.

Con base en los anteriores riesgos se realizó una selección de los once subjetivamente más importantes, a los anteriores se les hizo una descripción para apreciar su verdadero impacto y frecuencia en la que pueden materializarse. Luego de esto, se procedió a dar una calificación de probabilidad de ocurrencia y una de impacto de la materialización del riesgo, ambas calificaciones se dieron de 1 a 5. Al obtener las anteriores calificaciones se pudo realizar la matriz de riesgos que relaciona la probabilidad vs el impacto, y gracias a esta matriz se pudieron identificar si los riesgos son bajos, medios, altos o muy altos.

2.5.1 Simulación de Riesgos

Para conocer cuáles son los posibles impactos de la materialización de un riesgo, se decidió tomar los riesgos de estimación en las reservas y sistemas de gasoductos y realizarle una simulación a cada uno para conocer cuál es el posible impacto que tendría estos riesgos en el precio objetivo por acción. En este sentido, se dio uso del programa Risk Simulator en el modelo de valoración.

Para la simulación del riesgo en la estimación de reservas se tomaron como variables de entrada las probabilidades de que las reservas declaradas por la compañía sean verdícas, como variable de salida el precio objetivo final y se hicieron 10,000 iteraciones, usando una distribución normal se dieron los siguientes parámetros para las probabilidades de las reservas (datos continuos):

- **Reservas Probadas (1P):** media 90%, desviación estándar 20%, y con límite máximo del 100% y mínimo del 0%.
- **Reservas Probables (2P):** media 50%, desviación estándar 15%, y con límite máximo del 100% y mínimo del 0%.
- **Reservas Posibles (3P):** media 10%, desviación estándar 5%, y con límite máximo del 100% y mínimo del 0%.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Por otro lado, para la simulación del riesgo en los sistemas de gasoducto se tomaron como variables de entrada días de interrupción en la producción por cada trimestre, como variable de salida el precio objetivo final y se hicieron 10,000 iteraciones, usando una distribución normal se dieron los siguientes parámetros para los días de interrupción en la producción para cada trimestre (datos continuos): media 0 días, desviación estándar 5 días, y con límite mínimo de 0 días.

3. PRESENTACIÓN Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

3.1 DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Canacol Energy es una compañía internacional de petróleo y gas con operaciones enfocadas en tierra en Colombia. La empresa tiene su sede en Calgary, Alberta, Canadá.

Canacol es una compañía líder independiente de exploración y producción enfocada en la exploración y comercialización de gas natural convencional en el norte de Colombia (Costa Atlántica). La cartera de activos de la corporación abarca propiedades de producción, desarrollo, evaluación y exploración. Todas las operaciones de petróleo y gas de la compañía se encuentran actualmente en Colombia concentradas en las regiones de los Llanos y Magdalena. Los activos centrales de exploración y producción de gas natural convencional de la Corporación son el Contrato de E&E de Esperanza y los Contratos de E&P de VIM 5, VIM 19 y VIM 21 que se encuentran en la cuenca del Bajo Magdalena en el norte de Colombia (Canacol Energy, 2019).

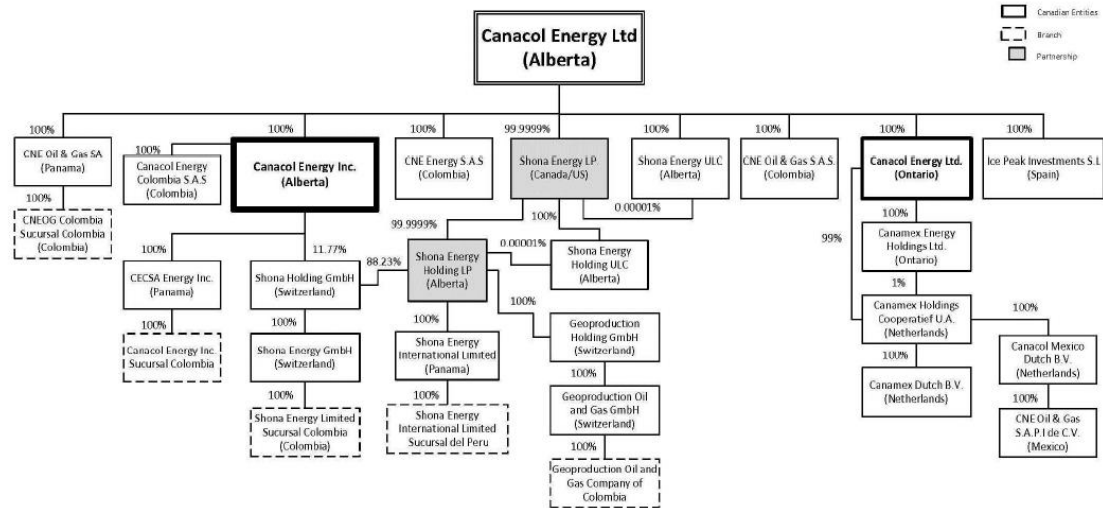
Desde 2008, la empresa ha adquirido participaciones en propiedades de petróleo y gas ubicadas en Colombia que incluyen: el campo Rancho Hermoso en la cuenca de los Llanos; la adquisición de Carrao, que incluyó los Contratos de E&P VMM 2 y VMM 3 en la cuenca del Magdalena Medio; la adquisición de Shona, que incluía el Contrato de E&E de Esperanza y el Contrato de E&P de VIM 21 ubicado en la Cuenca del Bajo Magdalena; y la adquisición por parte de OGX de los contratos de exploración y producción VIM 5 y VIM 19 ubicados en la cuenca del Bajo Magdalena (Canacol Energy, 2019).

Llegado el 2012, la organización se centró en desarrollar y hacer crecer sus operaciones de gas natural por medio de estratégicas adquisiciones y proyectos de exploración y desarrollo y, durante el año que terminó el 31 de diciembre de 2018, la corporación desinvertió la mayoría de sus activos petroleros convencionales en Colombia convirtiéndose en una empresa de exploración y producción de gas convencional con el total de su producción en Colombia.

Actualmente, la empresa se encuentra enfocada en un crecimiento agresivo gracias a los aumentos de producción que se han visto en los últimos años esperando llegar a 215 MMscfpd de producción al final del presente año gracias al gasoducto en construcción de su campo en Jobo hasta Cartagena. Además de esto, la compañía se encuentra planeando y buscando socios para la construcción de otro gasoducto que desembocaría en Medellín para así diversificar su mercado y aumentar otros 100 MMscfpd su producción gasífera.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Gráfico 1. Estructura Corporativa



Fuente: Canacol (2019)

3.2 ANÁLISIS DE MERCADO

3.2.1 Poder de Negociación de los Clientes

Canacol cuenta con unos clientes fijos, con los cuales tiene firmados unos contratos *take or pay* de largo plazo, estos contratos hacen que la empresa ya tenga aproximadamente el 90% de su producción futura vendida a un precio ya fijado en los acuerdos, precio que generalmente aumenta 2% anual. Gracias a esta política de la empresa de realizar sus ventas a través de estos acuerdos, que se firman con anterioridad a la fecha que comenzará la relación entre Canacol y su cliente, se cuenta con una operación muy estable ya que la corporación no tiene que salir en busca de nuevos clientes, solo en ocasiones en que se venza un contrato o cuando aumentará su producción. Además de contar con clientes fijos, la empresa también cuenta con cerca del total de su producción vendida gracias al tipo de contrato implementado debido a que si los compradores no están en capacidad de tomar el gas previamente firmado igual deberán pagarlo, por el contrario si Canacol incumple con sus envíos deberá reembolsar a los clientes.

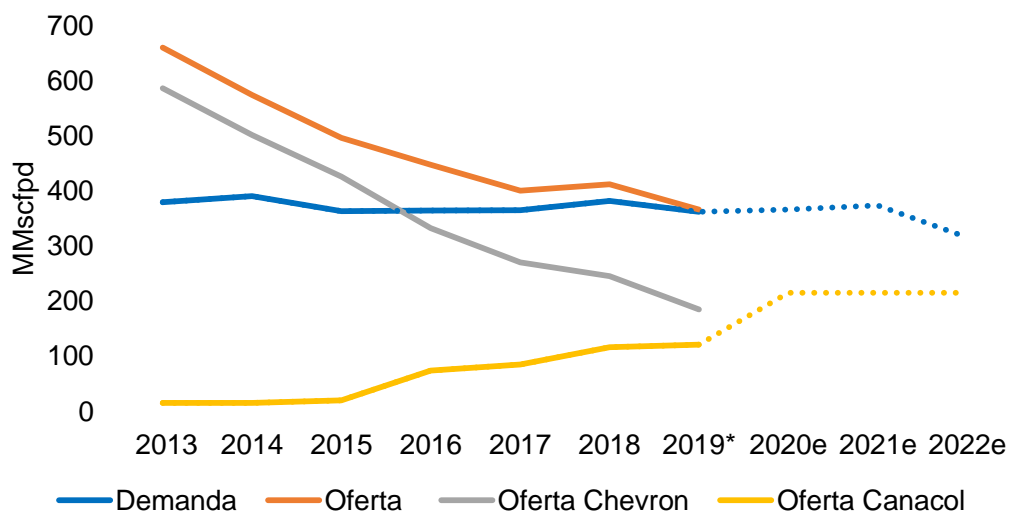
Lo anterior se puede ver reflejado en las publicaciones que hace la compañía, como el caso de la publicación que fue hecha el 23 de noviembre del 2016. Luego de haber anunciado la construcción del nuevo gasoducto de Promigas de Jobo a Cartagena que incrementaría las ventas en 100 MMscf/d y estaba inicialmente planeado para diciembre del 2018, Canacol publicó haber negociado 4 nuevos contratos *take or pay* con precio fijo que totalizan 100 MMscf/d, los cuales iniciaron en diciembre del 2018 y tienen una duración de entre 5 y 10 años, además declararon que fueron firmados con grandes y establecidos compradores (Canacol Energy, 2016).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

En este sentido, Canacol ha ido anunciando nuevos acuerdos a través de los años, en febrero de 2015 comunicó la firma de un contrato de 35 MMscfpd por 15 años con Altesol LNG Colombia S.A.S, empresa productora de gas natural licuado. Este contrato inició el cuarto trimestre del 2016 y cuenta con un precio fijo que aumenta 2% anualmente (Canacol Energy, 2015). En otra publicación de la empresa con fecha de septiembre de 2014, la compañía canadiense anunció el cierre de otro acuerdo para vender 30 MMscfpd por un periodo de 5 años iniciando en diciembre del 2015 con un precio fijado que aumenta 3% anualmente. En el mismo comunicado se informa de los contratos que estaban ejerciendo hasta la fecha, entre los cuales se encuentran la venta de 16 MMscfpd a un productor local de ferroníquel bajo un contrato a 10 años que vence en el 2022 y la venta de 35 MMscfpd de gas a una compañía de generación eléctrica ubicada en la costa Caribe de Colombia que vence a finales del 2020 (Canacol Energy, 2014).

Por otro lado, se debe analizar el mercado del gas en la Costa Atlántica colombiana al ser el lugar en donde actualmente la empresa vende su producción. Observando las estadísticas de oferta y demanda de la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) de esta región del país se puede apreciar que la oferta de gas ha venido cayendo en los últimos años, esta caída es explicada por la significativa disminución de producción de Chevron Petroleum Company en la Guajira y en menor medida soportada por el incremento de la oferta de Canacol. Con base en esto, podemos ver como la corporación canadiense ha ido ganando mercado y pronto se convertirá en la principal comercializadora de gas en la Costa Atlántica (Ver Gráfico 2). Además, con la caída en la oferta se puede apreciar un estado cercano al equilibrio entre la demanda y la oferta, que de continuar la oferta con la tendencia bajista se vería una demanda superior y por ende un mayor número de compradores que de vendedores, escenario ideal para el aumento de la producción gasífera de Canacol.

Gráfico 2. Mercado de Gas – Costa Atlántica 2013-2022



Fuente: elaboración propia a partir de datos de UPME, ANH y Canacol (2019).

* Datos para mayo 2019

e. proyecciones estimadas

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Con todo y lo anterior, se puede observar que el poder que tienen los clientes sobre la empresa es bajo gracias al tipo de contrato que maneja la exploradora y la forma en la que lo implementa, en donde la empresa busca y firma los contratos meses antes de la implementación que generalmente va de la mano con un aumento de producción o la terminación de un contrato previo. Además, el escenario del mercado gasífero en la Costa Atlántica da lugar a que la empresa tenga un mayor poder a la hora de negociar estos contratos, gracias a que la oferta en esta región ha disminuido considerablemente dando lugar a un posible exceso de demanda en el corto plazo. Por lo cual, los clientes solo están en poder de negociar cuando se firman los acuerdos con la compañía, y gracias a la disminución de oferta rival en el mercado y la duración del plazo de los contratos se puede concluir que Canacol no está amenazada por sus propios clientes.

3.2.2 Rivalidad entre Competidores

Para analizar los competidores de la compañía norteamericana se necesita enfocarse en el sector gasífero, ya que, la empresa ha vendido la mayoría de sus activos petroleros y los restantes no son significativos, además de que se espera que sean vendidos en el corto plazo. En este sentido, los rivales directos son las empresas que explotan gas en Colombia debido a que Canacol tiene la totalidad de su operación en el país, en donde sus campos como sus compradores están ubicados en el mercado local por lo cual la empresa no exporta.

Con esto en mente, podemos saber que los principales competidores son las explotadoras y comercializadoras de gas más grandes del país, compañías que son reguladas por la ANH (Asociación Nacional de Hidrocarburos). La ANH es la organización del gobierno nacional encargada de regular los campos de explotación y sus licencias, además también debe llevar un registro mensual de la producción total de gas y petróleo por campo y tipo de recurso. Por lo cual, esta organización provee de la información requerida para conocer los rivales de Canacol Energy y sus niveles de producción para saber en realidad contra quien está en competencia directa. Con base en la última información publicada por la ANH para la producción de gas en 2019, se encuentra que los principales rivales son Ecopetrol, Equion, Chevron, Hocol, Lewis Energy y Gran Tierra Energy, teniendo en cuenta que Geoproduction Oil and Gas es una subsidiaria de Canacol Energy.

Tabla 1 - Principales Explotadoras de Gas

Compañía	Abril	Mayo	Total 2019	P. de Mercado
Ecopetrol S.A.	1086.0	1119.2	5632.7	50.7%
Equion Energía Limited	596.4	601.7	2975.4	26.8%
Chevron Petroleum Company	191.3	184.3	983.3	8.8%
Geoproduction Oil and Gas	77.0	68.9	402.4	3.6%
Hocol S.A.	45.7	47.5	231.0	2.1%
CNE Oil & Gas S A S	41.3	51.7	206.6	1.9%
Lewis Energy	21.2	20.6	103.7	0.9%

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Compañía	Abril	Mayo	Total 2019	P. de Mercado
Gran Tierra Energy	21.9	20.5	99.9	0.9%
Frontera Energy	17.9	17.5	92.1	0.8%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de ANH (2019). Cifras en MMscfpd.

Con base en esta tabla se puede ver la producción y la participación de mercado de cada empresa, en donde se observa que el mayor rival es Ecopetrol que además es una empresa estatal dándole sentido así a su gran participación de mercado. La gigante colombiana se encuentra seguida por Equion y Chevron, compañías que tienen gran participación en el mercado colombiano, por un lado se observa a Equion la segunda compañía extractora de gas más grande del país que surgió de la venta que hizo BP de sus activos colombianos en el 2011, los accionistas de la empresa son Ecopetrol S.A. desde el 2011 con el 51% y Repsol con el 49% de participación adquirida en 2015 (Equion, 2019). Con esto en mente, se puede decir que Equion está a disposición de Ecopetrol gracias a su participación controlante por lo que en realidad no es un rival de su matriz y por ende se puede decir que al estar controlado por Ecopetrol no constituye un rival por sí sola, sino que Ecopetrol sería el competidor.

Por otro lado, Chevron es una gigante del mundo petrolero con operaciones internacionales que en términos económicos es casi siete veces más grande que Ecopetrol (*Market cap* a 19 de agosto de 2019 de USD 222.6bn vs USD 32.9bn). Sin embargo, la operación gasífera colombiana de la compañía está dividida en dos campos en La Guajira en donde Chevron opera ambos campos pero recibe solo el 43% de la producción de los mismo, esto se da gracias al Contrato de Asociación de La Guajira que tiene firmado con Ecopetrol, compañía que recibe el 57% restante de la producción (Chevron, 2019). No obstante, en un comunicado reciente Chevron expresó su deseo de hacer una posible desinversión en su operación de explotación de hidrocarburos en Colombia, en la publicación escrita por el presidente de la sucursal en Colombia, Marc Payne, se lee “(Los activos de producción de gas natural en Colombia) Ahora han alcanzado un nivel de madurez en el que tiene sentido que consideremos opciones estratégicas, incluida una posible desinversión” (Payne, 2019). Con todo y lo anterior, se concluye por lo tanto que Chevron no representa un competidor activo no solo por el hecho de evaluar una posible venta de su operación *Upstream*, sino que también por representar el 43% de la participación en su operación explotadora siendo el socio minoritario y Ecopetrol el socio controlante.

Continuando con las explotadoras de gas natural más significativas tenemos a Hocol S.A., empresa que desde el 2009 pertenece al Grupo Empresarial Ecopetrol (Hocol, 2019), por lo cual no constituye un rival directo de Canacol, pero al estar controlada por la estatal colombiana si fortalece la posición competitiva de está.

Por último, tenemos a unas explotadoras con pequeñas participaciones del mercado pero que a diferencia de las anteriores son independientes. Analizando los cambios en la producción de Lewis Energy, Gran Tierra y Frontera Energy se puede ver como en las primeras dos empresas han aumentado considerablemente su explotación desde enero del 2018 hasta el último mes del 2019 (mayo) reportado por la ANH mientras que la última

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

compañía la ha reducido. En este sentido, Lewis Energy pasó de producir 12.7 a 20.6 MMscfpd lo que representa un aumento de más del 62% en la producción en un poco más de un año, por otro lado Gran Tierra aumentó 118% su explotación desde enero del 2018 al pasar de 9.4 a 20.5 MMscfpd, por último la operación de Frontera Energy (antiguamente Pacific Rubiales) cayó cerca del 44% al pasar de 31.1 a 17.5 MMscfpd. Con esto en mente, se concluye que Lewis Energy y Gran Tierra son unos rivales emergentes que no constituyen un gran amenaza debido a su actual tamaño pero si deben tenerse en el radar por su acelerado crecimiento, mientras que Frontera Energy es una empresa que ha perdido gran peso por lo cual no constituye una amenaza.

Tabla 2 - Cambio en Producción de Gas

Compañía	ene-18	may-19	Cambio
Ecopetrol S.A.	833.6	1119.2	34.3%
Equion Energía Limited	557.5	601.7	7.9%
Chevron Petroleum Company	261.2	184.3	-29.4%
Geoproduction Oil and Gas	71.9	68.9	-4.3%
Hocol S.A.	39.8	47.5	19.4%
CNE Oil & Gas S A S	35.1	51.7	47.3%
Frontera Energy	31.1	17.5	-43.7%
Lewis Energy	12.7	20.6	62.0%
Gran Tierra Energy	9.4	20.5	118.4%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de ANH (2019). Cifras en MMscfpd.

Con todo y lo anterior, se puede concluir que Canacol tiene una gran amenaza de su gran competidor Ecopetrol que acapara cerca del 90% de la participación del mercado entre sus compañías y sus alianzas de explotación, mientras que existe una leve amenaza en rápido crecimiento de sus pequeños rivales como Lewis Energy y Gran Tierra.

3.2.3 Amenaza de Nuevos Entrantes

En la industria de explotación gasífera colombiana no han surgido nuevas empresas independientes desde 2015, según los datos de producción de gas de la ANH entre 2015 y 2019 solo 8 compañías comenzaron a producir gas en ese lapso de tiempo. Analizando estas empresas se encuentra que una cambió de nombre (Pacific Rubiales pasó a ser Frontera Energy), otras cinco de estas son filiales de organizaciones extranjeras, otra (Wattle Petroleum Company) suscribió el contrato de explotación en 2005 y apenas empezaba la producción gasífera y la última (Carrao Energy) es una empresa que fue adquirida por Canacol en 2011 (ahora pertenece a Arrow Internacional). Gracias a esto se observa la dificultad de entrar en este mercado en donde para poder ingresar legalmente se debe hacer una buena oferta por uno de los campos subastado por la ANH para ganar el contrato de explotación o bien adquirirlo (el campo con el contrato) de una compañía que ya cuente con uno.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Por lo cual, para entrar a este mercado se debe hacer una inversión considerable, ya que para conseguir un contrato se compite con otras empresas ya establecidas y se debe presentar un plan a la ANH con una inversión anual mínima y un organigrama de su futura operación en el campo, plan que debe ser mejor que las otras compañías para poder ser elegida. Sin mencionar que una adquisición requerirá un desembolso más rápido y generalmente más elevado que al ganar un contrato.

En este sentido, se destacan los últimos contratos subastados y ya firmado por la ANH con una empresa explotadora, contratos que han representado compromisos de inversión millonarios. La agencia estatal confirmó primero el 18 de julio del 2019 la firma de dos contratos de producción y explotación de los hidrocarburos de cada campo en cuestión con Frontera Energy, esta organización pudo conseguir ganar la subasta con un compromiso de inversión de más de USD 73 millones (Valora Analitik, 2019). Por otro lado, el día 25 de ese mismo mes se confirmó la firma de otros dos contratos con Parex Resources, esta vez la compañía pudo obtener los acuerdos gracias a que se comprometió a invertir más de USD 79 millones (Valora Analitik, 2019). Por lo cual, para la obtención de un contrato, promediando estos datos, se debe hacer un compromiso para invertir cerca de USD 76 millones, demostrando que se cuenta con los recursos iniciales.

Con todo y lo anterior, se concluye que la amenaza de nuevos entrantes es baja gracias a la dificultad de entrar en el mercado y el alta costo para hacerlo, ambas razones respaldadas por el hecho de que no ha ingresado ninguna compañía independiente en la industria gasífera colombiana en los últimos años.

3.2.4 Poder de Negociación de Proveedores

Entre los proveedores de Canacol podemos colocar primero al gobierno colombiano, ya que es el encargado de otorgar todo tipo de licencias que son necesarias para la completación de los proyectos de la empresa, como la construcción de gasoductos que son necesarios para aumentar la producción y venta del gas. En este sentido, el principal proveedor de licencias para proyectos ya estructurados es la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA), que como su nombre lo dice es la agencia estatal que otorga todo tipo de licencias ambientales para la construcción de proyectos principalmente en zonas verdes. Además de la ANLA, Canacol también tiene como uno de sus principales proveedores a la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) que se encarga de gestionar los contratos de los campos explotadores y el cumplimiento de estos acuerdos.

Por otro lado se destacan los proveedores de los gasoductos que usa la compañía, que por ahora es únicamente Promigas, que es una empresa colombiana que se especializa en el transporte de gas por medio de la construcción de gasoductos. Promigas y Canacol han firmado acuerdos a largo plazo de mutuo beneficio a través de los años, en los cuales la compañía transportadora se encarga de la construcción de los ductos y la explotadora termina usando estos pagando una tarifa, sin la firma de estos contratos no existieran gasoductos desde los campos de explotación de la corporación canadiense. Sin embargo, Promigas no es la única empresa transportadora de gas en Colombia, en donde según el directorio de la Comisión de Regulación de Energía y Gas colombiana existen 10 empresas transportadoras de gas en Colombia, por lo cual Promigas no tiene un poder

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

monopolizado y Canacol puede negociar con otros transportadores la construcción de nuevos gasoductos, como es el caso del plan de expansión hacia Medellín donde la compañía está negociando con diferentes proveedores entre ellos EPM.

Para destacar el poder que tienen los proveedores, podemos mirar las dificultades que ha experimentado la construcción del gasoducto de Jobo a Cartagena que inicialmente se planeó para empezar operaciones en diciembre del 2018, pero gracias a la demora para la emisión de licencias ambientales por parte de la ANLA el proyecto se pudo completar en julio del 2019 y con esto la empresa tuvo que recurrir a seguros para no caer en gastos de los contratos *take or pay* firmados que iniciaron en diciembre del 2018 (Canacol Energy, 2019).

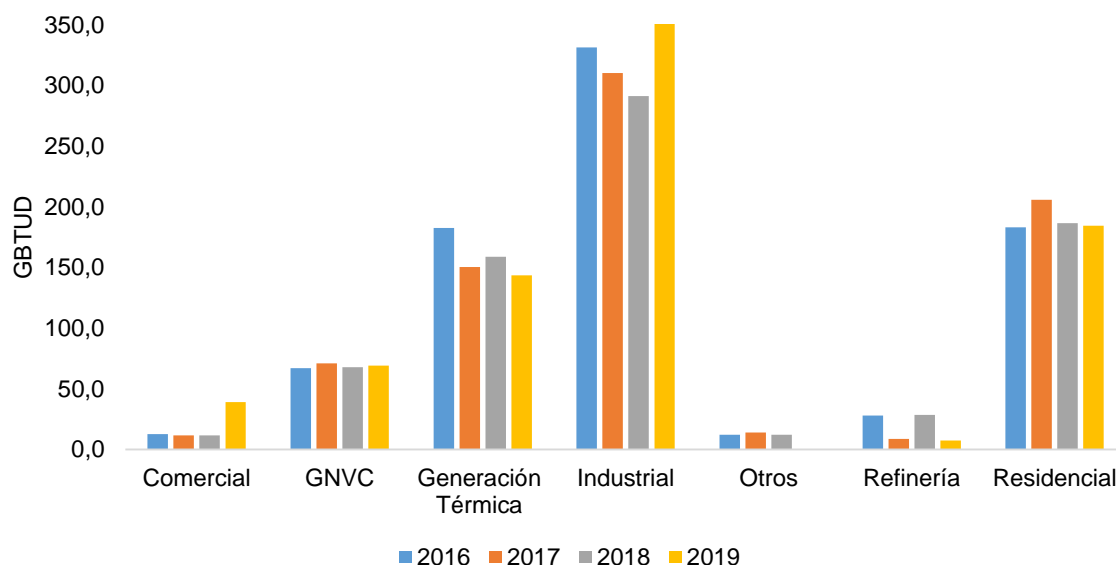
En este aspecto se destaca el poder que tienen las agencias estatales sobre los proyectos de la empresa, ya que, no se puede realizar ningún plan sin la obtención de los permisos requeridos, y estos están a discreción de la organización nacional respectiva de otorgarlos o no sin tener esta agencia ninguna repercusión por su decisión. Además de la dificultad de tratar con este tipo de entidades, se hace hincapié en que estos reguladores están siempre revisando que los contratos y la forma en la que se firmaron se cumpla, ya que si no se está dando cumplimiento estas agencias tienen la facultad de retirar el contrato ya firmado a la compañía.

Por lo tanto, los proveedores estatales tienen un alto poder de negociación al ser agencias reguladoras que cuentan con todo el respaldo del Estado colombiano y que respectivamente son las únicas autorizadas para emitir los diferentes tipos de permisos, mientras que los proveedores de sistemas de transporte no cuentan con este tipo de poder y al haber más de una opción las negociaciones para Canacol son más abiertas y por ende el poder de este tipo de proveedores es medio.

3.2.5 Amenaza de Productos Sustitutos

Para conocer que productos están amenazando el gas natural es necesario conocer los principales usos de este *commodity* con el fin de saber qué sectores son en realidad amenazados debido al alto uso del gas en ellos. El Gestor de Mercado Gas Natural en Colombia proporciona las cifras mensuales de los sectores de consumo de gas que para los meses de julio de los últimos años se muestran a continuación (Ver Gráfico 3). Con lo cual se aprecia que el principal consumo del hidrocarburo es en el sector industrial seguido por el residencial, la generación térmica y el vehicular (GNVC).

Gráfico 3 - Sectores de Consumo de Gas



Fuente: elaboración propia a partir de datos de la UPME (2019).

En el sector industrial el gas es usado de incontables maneras, en la industria textil permite el calentamiento directo por convección consiguiendo ahorro energético del 20% y el 30% aproximado con respecto al sistema tradicional, en la industria de alimentos se usa en los procesos de cocimiento y secado permitiendo alcanzar los estándares ISO, en la industria petroquímica es usado como materia prima, en la industria de vidrio las propiedades físico-químicas del hidrocarburo han hecho posible conseguir una óptima transmisión de la energía calórica en la masa de cristal, y como estas en muchas otras industrias el gas ha conseguido avances no solo en los procesos sino también en lo económico y ambiental, al ser un combustible mucho más barato y ecológico que los tradicionales combustibles (Portafolio, 2018). En este sentido, encontrar un producto sustituto para un sector tan diverso es extremadamente difícil, en donde el único *commodity* que tiene los mismos beneficios que el gas natural es el biogás que es un gas generado a partir de materia orgánica a través de la biodegradación. No obstante, este tipo de gas no tiene una producción a gran escala debido a la dificultad actual de generar una cantidad significativa que llegue a competir con el gas natural por lo cual a mediano plazo no existe una real amenaza en este sector para el gas natural.

Para el sector residencial, el gas natural es un elemento de consumo cotidiano usado principalmente para cocinar y calentar el agua. En este sector es difícil encontrar un producto sustituto en el mediano plazo debido a la infraestructura ya construida para el uso de gas residencial y el bajo costo del mismo, por lo cual para realizar un cambio en el consumo de gas natural por otro producto en las residencias se debe hacer una inversión gigante en infraestructura doméstica incluyendo un cambio en los electrodomésticos actualmente usados, inversión que solo los más ricos del país estarían en condiciones de hacer. Además al sumar el bajo costo que tiene el hidrocarburo es improbable encontrar un producto que se adapte a las necesidades económicas de la gran mayoría de los

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

ciudadanos del país. Por ende, no existe una amenaza en el sector residencial en el mediano plazo.

Por otro lado están los sectores GNVC y de generación termodinámica, sectores que sí tienen gran variedad de productos que pueden ser usados con el mismo fin que el gas natural. El gas natural vehicular comprimido (GNVC) es el combustible que se usa en los vehículos, el cual es usado como remplazo de la gasolina gracias al ser más económico y ecológico, sin embargo los autos con combustión a gas pierden potencia en comparación con los que usan gasolina por lo que no es tan ampliamente usado por la población. Además, la tendencia del mundo es pasar a usar vehículos eléctricos en el largo plazo, por lo que el GNVC no es ni única alternativa a la gasolina ni la mejor para remplazar el tradicional crudo, ya que el objetivo de cambiar a autos eléctricos es reducir exponencialmente las emisiones de CO₂ que traen consigo los vehículos a combustión. Por ende, el gas natural está significativamente amenazado en el sector vehicular tendiendo en el largo plazo a desaparecer.

Luego está la generación termodinámica, en este tipo de creación de energía es posible usar cualquier tipo de combustible como lo es el carbón, el crudo, el metano, el gas natural, entre otros. En este sentido, las ventajas del gas natural son ecológicas al ser el combustible con menos emisiones de CO₂, por lo cual es el de mayor uso para la generación térmica en Colombia, sin embargo para este tipo de generación el carbón ha ido recuperando terreno y amenaza con colocarse como el combustible de mayor uso en este sector (Portafolio, 2018). No obstante, los otros combustibles usados en este tipo de generación no son la única amenaza para el gas, ya que, hay que observar también los otros tipos de generación de energía que pueden ganar terreno y no necesitan combustibles. En donde, alternativos tipos de creación de energía como la hidroeléctrica, solar o eólica tienden a ganar mayor peso en el mercado al ser generaciones limpias sin emisiones de carbono, y algunas de estas como la hidroeléctrica con gran peso en el país. Por lo tanto, el gas natural está amenazado a mediano y largo plazo en este sector de consumo.

Con todo y lo anterior, se puede concluir que el gas natural seguirá presente en los sectores en que es más consumido, viéndose solo levemente amenazado en el largo plazo debido a la eficiencia, economía y ecología que trae consigo el *commodity* en estos sectores, además de la gran inversión que representa cambiar el gas por producto sustituto en estos sectores que ya cuenta con una gran infraestructura gasífera. Por otro lado, en los sectores de consumo menos representativo el gas si se encuentra significativamente amenazado en el mediano y largo plazo debido al alto número de productos sustitutos y a la gran tendencia ambiental de la energía limpia. Por lo cual, podemos decir que la amenaza importante de productos sustitutos para el gas natural se encuentra en el largo plazo.

3.3 GOBIERNO CORPORATIVO

Para evaluar la calidad del gobierno corporativo de la empresa, cada comité de la junta se evaluó en una escala de 1 a 4 en función de los roles que deben cumplir y los criterios

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

correspondientes a estos roles enumerados en el Manual de Gobierno Corporativo para Inversores sobre Empresas Listadas en Bolsa del Instituto CFA. Los puntajes son los siguientes:

- 1 - La empresa no siguió los criterios en absoluto,
- 2 - La empresa no siguió los criterios,
- 3 - La empresa siguió los criterios,
- 4 - La compañía tiene excelentes políticas en este criterio.

Tabla 3 - Evaluación Gobierno Corporativo

Criterio	Descripción	Puntaje	Políticas de la empresa
Comité Ejecutivo			
Independencia	La Junta debe estar dispuesta y ser capaz de analizar de manera efectiva la estrategia y desempeño de la gerencia y establecer una compensación razonable.	4	La empresa cuenta con la política de constitución de la Junta con una mayoría de miembros independientes y no relacionados.
Rendición de cuentas	Las prácticas de gobierno deben reflejar una Junta que responda ante sus propietarios.	4	La Junta tiene la responsabilidad de reportar anualmente a los accionistas sobre su gestión de supervisión en el año precedente.
Responsabilidad	Los directores deben ser receptivos a los deseos de sus accionistas expresados a través de elecciones o votos sobre las propuestas de los accionistas y responder en consecuencia.	4	En el código de gobierno corporativo se establece que la junta debe aceptar la retroalimentación de los accionistas, la cual debe ser considerada en decisiones empresariales futuras.
Cualificaciones	Los directores deben agregar valor a través de habilidades o experiencia en un campo particular.	4	Los miembros de la Junta son altamente calificados y cuentan con años de experiencia en sus respectivas especialidades.
Elecciones	Directores elegidos cada año.	4	Las elecciones se hacen por votos de los accionistas en la asamblea anual de accionistas.
Asistencia a la Junta	Los directores elegidos deben tener una asistencia adecuada en las reuniones de la Junta y los comités.	4	6 de los 7 miembros de la Junta han asistido a todas las reuniones de la Junta y de los comités.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Criterio	Descripción	Puntaje	Políticas de la empresa
Directores	Debe haber un número razonable de miembros de la Junta.	4	Los accionistas votan en la asamblea para mantener estable o modificar el número de directores que actualmente es de 7.
Elecciones	Debe existir una mayoría de accionistas votando en las elecciones anuales.	4	El Comité de Gobierno Corporativo y Compensación es responsable de implementar y mantener la política de voto de la mayoría para la elección de miembros de Junta.
Transacciones con partes relacionadas	Ausencia de material sobre transacciones con partes relacionadas.	4	Las transacciones con partes relacionadas se realizan en condiciones de independencia.
Miembros de la Junta	Junta de al menos 5 pero no más de 15 miembros.	4	La Junta Directiva cuenta con 7 miembros.
Miembros Independientes	La Junta en su mayoría debe estar constituida por miembros independientes.	4	6 de los 7 miembros de la Junta son independientes.
Delegación de roles	El rol de CEO y el de Presidente de la Junta deben estar separado.	4	Está como política que el Presidente de la Junta debe ser directivo independiente.
Comités	Establecidos los comités: Ejecutivo, Auditoría, Compensación, Nominación y Cumplimiento.	3	Están establecidos los comités de: Gobierno Corporativo y Nominación; Auditoría; Reservas; Compensación.
Puntaje Promedio		3.92	
Comité de Auditoría			
Auditoría Independiente	El Comité de Auditoría de la Junta debe ser independiente. La independencia se ve comprometida cuando el autor recibe pagos significativos por trabajos que no son de auditoría.	4	El auditor externo está debidamente acreditado por la SEC en la categoría del grupo A. Los estados se divulgan públicamente con notas para ayudar a los inversores a comprender cómo se liquidaron las cuentas. El comité también asegura que el auditor externo tenga procedimientos adecuados de control de calidad.
Comité de auditoría independiente	El Comité de Auditoría de la Junta debe ser independiente.	4	Este Comité es precedido por Michael Hibberd, Francisco Díaz y Oswaldo Cisneros, todos directores independientes.
Imparcialidad	El auditor debe proporcionar una opinión imparcial y profesional.	4	EL auditor de la compañía es Deloitte LLP, quien es la firma más importante y prestigiosa (respaldada por ser la primera en facturación) en servicios financieros de auditoría del mundo.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Criterio	Descripción	Puntaje	Políticas de la empresa
Finanzas transparentes	Las finanzas de la compañía deben tener integridad y ser transparentes.	4	Los estados son divulgados públicamente con notas para ayudar a los inversores a comprender cómo se liquidaron las cuentas. El comité también se asegura que el auditor externo tenga procedimientos adecuados de control de calidad.
Selección del auditor	La compañía debe permitir a los accionistas ratificar la elección del auditor.	4	Los accionistas cuentan con voto en la asamblea para apuntar al quien será el auditor de la compañía hasta la próxima asamblea anual.
Puntaje Promedio		4	
Comité de Compensación			
Métricas de rendimiento	Las métricas de rendimiento deberían alentar a los directores a tomar decisiones que beneficien a los accionistas.	4	Los miembros de la Junta cuentan con un plan de compensación en base en el rendimiento de la compañía, además de que son en parte compensados en acciones y al momento de elección se les debe alentar a comprar acciones de la empresa.
Métricas de rendimiento	Las métricas de rendimiento deben ser comunicadas a los accionistas.	4	La Junta tiene la responsabilidad de verificar que el desempeño financiero de Canacol sea informado a los accionistas en forma oportuna y de manera regular.
Compensación	Una porción de la compensación de los ejecutivos debe ser en acciones.	4	La compañía tiene una política de incentivos basada en acciones y opciones.
Compensación	Los accionistas deben tener un voto consultivo sobre compensación ejecutiva.	4	Los accionistas votan en la asamblea para la aprobación del plan compensatorio para los directivos y ejecutivos.
Puntaje Promedio		4	
Protección de los Derechos de los Accionistas			
Elecciones	Una acción equivale a un voto.	4	Con respecto a las Acciones Ordinarias emitidas y en circulación, cada una de ellas tiene derecho a un voto en una votación en la Asamblea.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Criterio	Descripción	Puntaje	Políticas de la empresa
Dividendo	Derecho a tener dividendos.	2	La compañía nunca ha hecho, ni tiene previsto hacer pago de dividendos a sus accionistas. No obstante, los accionistas tienen derecho a recibir los dividendos que se vayan a repartir.
Derecho de los accionistas	Ausencia de requisitos de voto de los accionistas mayoritarios.	3	El quórum para deliberar sobre los negocios de la compañía en cualquier asamblea es de al menos dos personas que tengan o representen por poder no menos del 5% de participación.
Reuniones especiales	Derecho a llamar a reuniones especiales.	4	Los estatutos de la compañía contemplan la posibilidad de que los accionistas convoquen reuniones especiales para tratar y votar sobre ciertos temas.
Derecho de los accionistas	Información.	4	Los accionistas tienen derecho a revisar y opinar sobre los libros contables y los negocios de la compañía.
Derecho de los accionistas	Derecho a la tasación y venta a la empresa de las acciones (la compañía recompra las acciones).	4	Los accionistas tienen derecho a pedirle a la compañía una recompra de acciones siguiendo la sección 190 de La Ley de Corporaciones Comerciales de Canadá (Canada Business Corporations Act).
Puntaje Promedio		3.50	
Puntaje Total		3.86	

Fuente: elaboración propia a partir de Instituto CFA, Canacol, TSX (2019).

Con base en la anterior tabla se puede concluir que Canacol Energy tiene una buena gestión corporativa que cumple casi en su totalidad con los lineamientos emitidos por el Instituto CFA, en donde la empresa termina obteniendo un puntaje global de 3.86 de 4 posible, lo que representa un desempeño del 95.3%, siendo afectada en mayor proporción por sus políticas respecto a los derechos de los accionistas.

3.4 ANÁLISIS FINANCIERO DE LA SITUACIÓN ACTUAL

Para conocer la situación actual de la compañía se tomaron los estados financieros de los últimos 4 años reportados, con el fin de conocer el proceso de transición de la empresa desde una explotadora enfocada en el petróleo hacia una enfocada en el gas.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

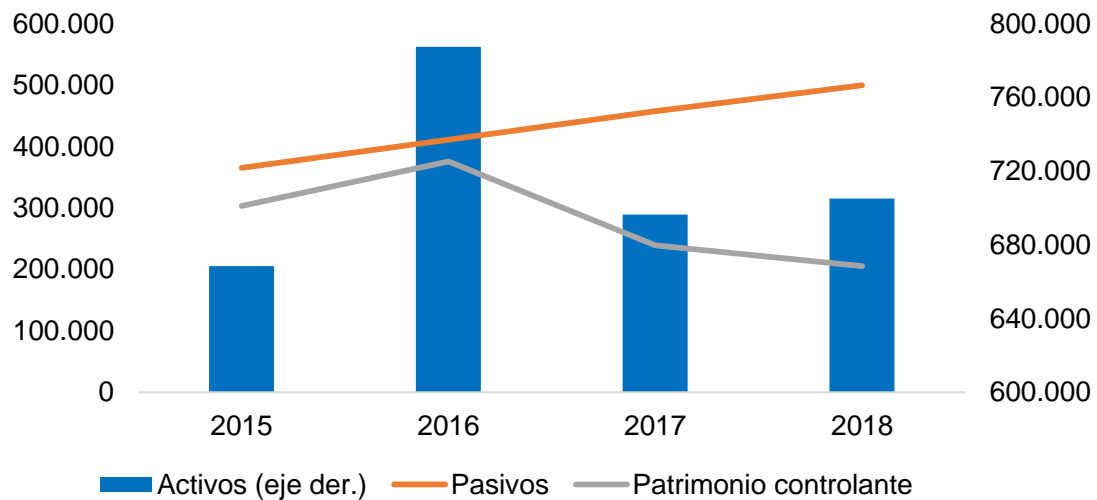
Tabla 4 - Resumen Balance General

USD Miles	2015	2016	2017	2018
Efectivo y equivalentes	51,404	76,486	55,470	52,840
Activos corrientes	70,366	123,490	196,681	124,739
Activos no corrientes	597,983	664,018	499,762	580,264
Activos	668,349	787,508	696,443	705,003
Pasivos corrientes	24,056	80,784	86,280	69,258
Pasivos no corrientes	341,006	330,338	371,021	430,308
Pasivos	365,062	411,122	457,301	499,566
Patrimonio controlante	303,287	375,612	239,160	205,437
Interés minoritario	0	-774	18	0
Total Pasivo y Patrimonio	668,349	787,508	696,443	705,003

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

Lo primero que se puede observar es el cambio en el balance con la disminución promedio del 8.86% anual del patrimonio y el aumento promedio del 8.39% anual de los pasivos (Ver Gráfico 4 - Composición del Balance General).

Gráfico 4 - Composición del Balance General



Datos en miles de dólares. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

La composición del balance general se ha visto afectada por las pérdidas que ha generado la empresa (Ver Tabla 5), en donde se nota como el patrimonio de los accionistas ha venido descendiendo desde el año 2016 que fue el último año que la empresa reportó utilidades. Luego de este año la organización ha dado pérdidas significativas en los siguientes periodos que han afectado el dinero de los socios, estas pérdidas de capital se han visto soportadas por la empresa con las deudas que han ido en

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

un constante ascenso. Por lo cual, se puede decir que la empresa ha cubierto sus pérdidas con capital y ha desarrollado y expandido sus operaciones apalancándose con lo que ha crecido su deuda.

Observando la relación corto y largo plazo de la empresa se puede observar como Canacol ha aumentado sus necesidades de liquidez de corto plazo, ha pasado de tener solo un 6.59% de su pasivo a corto plazo en 2015 a tener un 13.86% en 2018 y al observar el decrecimiento de la Razón Corriente que pasa de 2.93 en 2015 a 1.80 en 2018 (Ver Tabla 6) se concluye que la empresa ahora tiene menos soporte para respaldar las obligaciones de corto plazo. No obstante, la empresa actualmente cuenta con unos indicadores que muestran liquidez pero si continúa con esta tendencia podría incurrir en situaciones de iliquidez que generen necesidades de financiación costosas o venta de activos a precios no atractivos.

Tabla 5 - Resumen Estado de Resultados

USD Miles	2015	2016	2017	2018
Ingresos	92,156	147,985	158,908	222,413
Costo de ventas	-42,134	-38,906	-57,415	-60,832
Utilidad bruta	50,022	109,079	101,493	161,581
Gastos operacionales	-81,829	-57,719	-73,869	-80,917
Utilidad operacional	-31,807	51,360	27,624	80,664
EBITDA	19,623	77,872	63,400	124,910
Resultado no operativo	-124,882	-65,481	-149,752	-73,316
Utilidad antes de impuestos	-156,689	-14,121	-122,128	7,348
Impuestos	-20,964	34,083	-32,447	-29,183
Utilidad neta consolidada	-177,653	19,962	-154,575	-21,835
Interés no controlante	0	0	0	0
Utilidad neta atribuible	-177,653	19,962	-154,575	-21,835

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

Los ingresos de la empresa han aumentado sustancialmente desde el 2015, con un crecimiento promedio del 35.98% anual, este crecimiento indica que el plan de cambio de enfoque hacia una compañía totalmente gasífera ha dado frutos, además al ver que el costo de ventas ha incrementado a un ritmo menor del 15.29% anual se deduce que la empresa ha estado maximizado el valor de sus operaciones de venta y con esto ha generado un aumento significativo de la utilidad bruta que tuvo un promedio de crecimiento del 56.77% anual desde el 2015. Lo anterior se ha dado gracias a que los costos de producción de gas son alrededor del 90% costos fijos, por lo que al aumentar la producción de este hidrocarburo los costos de la producción solo aumentan en una pequeña proporción.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Por otro lado, también se puede observar como los gastos no operacionales han afectado a la empresa. Las utilidades operacionales han sido positivas en los últimos 3 años pero esta no se ha podido reflejar en ganancias para la compañía en dos de estos años, por lo cual han habido varios factores que han perjudicado el valor de la empresa y el dinero de sus socios, que como se dijo anteriormente ha disminuido, factores que no tienen que ver con el objetivo social de Canacol.

En este sentido, se destacan los grandes *impairments* (reducción permanente en el valor de un activo) que han afectado a Canacol, en el 2015 se declaró uno de \$89 millones de dólares, en el 2016 uno de \$37 millones de dólares y en el 2017 uno de \$118 millones de dólares. Por su parte, el 2018 presentó una pérdida en la liquidación de una línea de crédito de \$14 millones de dólares, una pérdida en instrumentos financieros del \$9 millones de dólares, y un impacto de \$20 millones de dólares por la finalización de un contrato. Estos eventos han sido las principales razones por las cuales no se ha podido reflejar la utilidad operativa en ganancias.

Además, a la hora de analizar el EBITDA se debe considerar que en este indicador se encuentra el agotamiento y depreciación de activos, que para el 2015, 2016, 2017 y 2018 fue respectivamente de \$51, \$27, \$36 y \$44 millones de dólares, cuenta que explica el significativo diferencial que existe entre la utilidad operativa y el EBITDA.

Tabla 6 - Indicadores Financieros

	2015	2016	2017	2018
Operación				
Producción de gas (MMscfpd)	20	74	85	116
Producción de crudo (Boepd)	6,490	4,013	3,316	1,690
Rentabilidad				
EBITDAX	28,588	95,402	90,532	138,584
Margen bruto	54.28%	73.71%	63.87%	72.65%
Margen operacional	-34.51%	34.71%	17.38%	36.27%
Margen neto	-192.77%	13.49%	-97.27%	-9.82%
Margen EBITDA	21.29%	52.62%	39.90%	56.16%
ROE	-58.57%	5.32%	-64.63%	-10.63%
ROA	-26.58%	2.54%	-22.19%	-3.10%
ROIC	-4.52%	6.45%	4.23%	9.90%
Endeudamiento y Liquidez				
Razón Corriente	2.93	1.53	2.28	1.80
Deuda / EBITDA	12.65	3.35	5.21	2.89
Deuda neta / EBITDA	7.30	1.71	4.16	2.44

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Entre los indicadores más importantes de una empresa se encuentra el EBITDA, el cual da a conocer en realidad las utilidades operacionales de la empresa (ya que no se cuenta la depreciación, la amortización y los impuestos), indicador que ha tenido un increíble desempeño en los últimos años al tener un crecimiento promedio del 125.05% anual. Por otro lado, también se destaca el EBITDAX (no se cuenta los gastos de exploración además de los ya mencionados), que en las empresas explotadoras es considerado aún más importante que el EBITDA para conocer la realidad operativa, con un aumento promedio del 93.90% anual se puede decir que la empresa casi que ha doblado anualmente sus utilidades operativas.

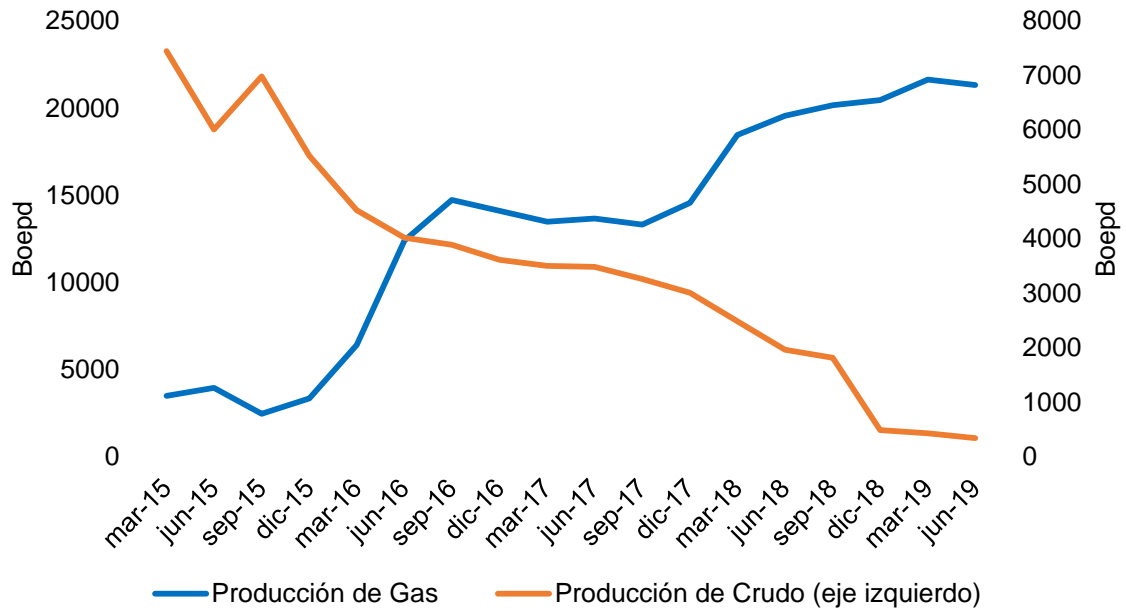
Con respecto a la deuda, la empresa ha mejorado sus indicadores Deuda (neta)/EBITDA, que muestra como la operación de la empresa puede cubrir las deudas (cuantos años necesita para pagar la deuda con los flujos de efectivo de la operación), pasando de necesitar 12.65 años en 2015 para pagar la deuda bruta a 2.89 en 2018 y pasando de necesitar 7.3 años en 2015 para cancelar la deuda neta a 2.44 años en 2018. Estos indicadores son importantes debido a que generalmente son uno de los *covenants* más usados a la hora de otorgar créditos, por lo cual los inversionistas pueden estar tranquilos con los préstamos que tiene Canacol (no incurrirá en un riesgo de repago anticipado). Además de lo anteriormente mencionado, la compañía hizo una refinanciación de la deuda en mayo 3 de 2018 cuando emitió un *Senior Note* por 320 millones de dólares con un cupón fijo de 7.25% EA que paga semi-anual y vence en mayo del 2025, por lo que la empresa eliminó el riesgo de tasa de interés en sus créditos y ahora cuenta con unos pagos fijos que no generarán incertidumbre entre los inversionistas.

Por otro lado, a la hora de analizar la rentabilidad de la empresa se puede observar el Margen EBITDA para conocer cuál es la porción de las ventas que se reflejan en el EBITDA, el cual ha visto un incremento promedio 54.57% anual lo que quiere decir que cada vez la operación de la empresa es más rentable y su nueva estrategia ha estado dando frutos a la hora de juzgar específicamente la rentabilidad de su objetivo social. Por otro lado, a la hora de saber el rendimiento que ha tenido el capital de los accionistas se observa el ROIC, indicador que ha pasado de ser negativo (-4.52%) en 2015 y no generar valor al capital invertido a ser 9.90% en el 2018 y con esto aumentar significativamente el rendimiento que tiene el dinero de los socios en la empresa generando así mayor eficiencia y valor.

Analizando el volumen de producción se observa como la empresa se ha enfocado en la nueva política de dejar atrás los campos petroleros y especializándose en campos gasíferos. Al observar el cambio de producción se puede ver como el crudo ha pasado de ser el principal hidrocarburo de la organización a reducirse en un 34.86% anual con tendencia hacia cero (Ver Gráfico 5), en donde Canacol actualmente solo cuenta con participación en el pequeño campo petrolero Rancho Hermoso. En la otra cara está el exponencial crecimiento que ha tenido la producción gasífera con un aumento promedio del 107.11% anual, al pasar de tan solo 20 MMscfpd en 2015 a 116 MMscfpd en 2018 y se espera que para el final del tercer trimestre del 2019 aumente a 215 MMscfpd.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Gráfico 5 - Producción de Crudo vs Gas



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

Con todo y lo anterior, se puede observar como el cambio en la estrategia de mercado ha funcionado y ha generado valor para los accionistas de Canacol, cambio que no se ha podido ver reflejado en las utilidades netas de la empresa debido a ciertos imprevistos incontrolables para la entidad. No obstante, las utilidades operacionales tienden a crecer y con las proyecciones e inversiones que tiene Canacol para el futuro es cuestión de tiempo para que se empiece a generar significativas utilidades netas que podrían traer consigo el primer pago de dividendos en la historia de la empresa.

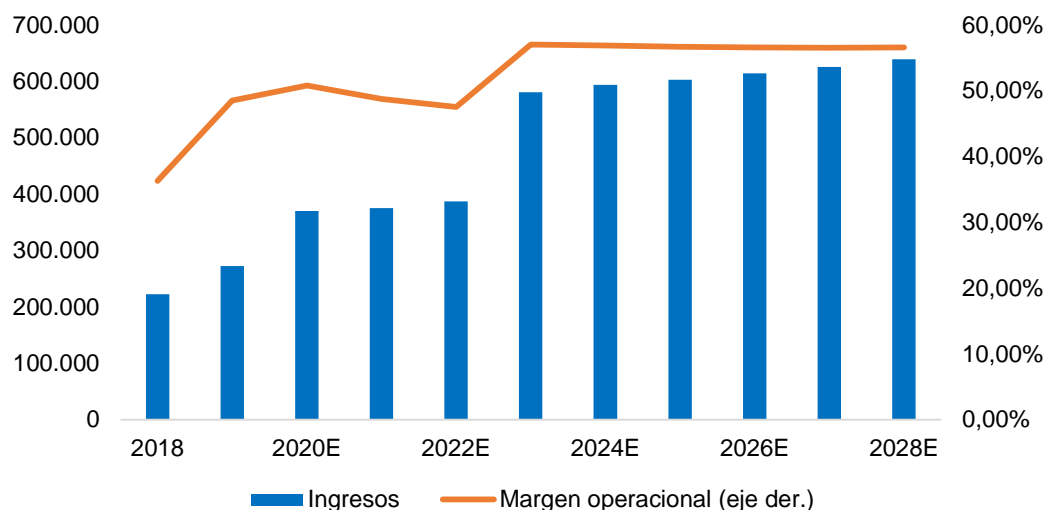
3.5 VALORACIÓN

Se emite una recomendación de compra con un precio objetivo de COP 15,395 por acción usando un precio objetivo ponderado por tres modelos de valoración, DCF a 10 años, múltiplos comparables con empresas del sector, y NAV con reservas terminales. Lo que representa un aumento del 36.7% al precio actual (17/10/2019).

Los principales resultados de las proyecciones realizadas para poder valorar la compañía se muestran a continuación. Sin embargo, para unos resultados más específicos ver los anexos.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

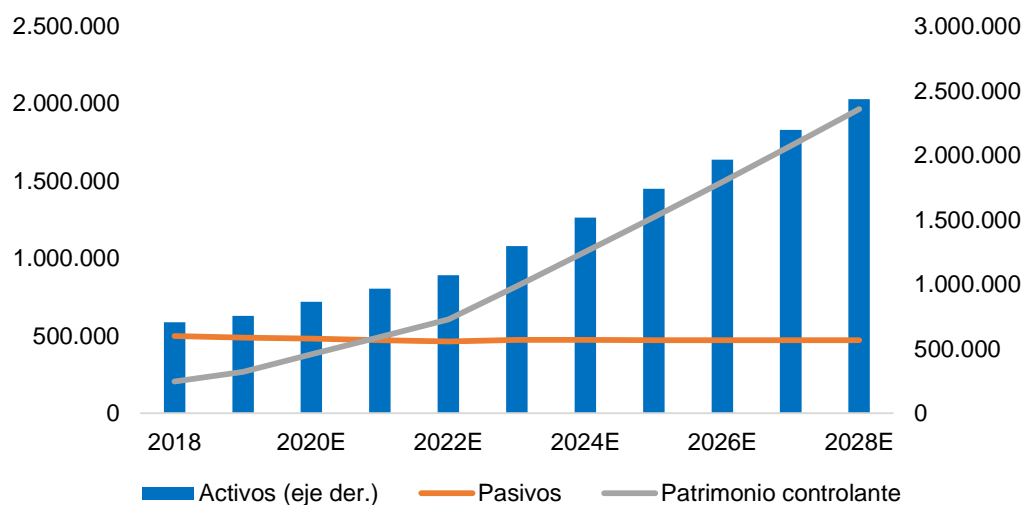
Gráfico 6 - Ingresos vs Margen Operacional



Datos en miles de dólares. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

Los ingresos crecen en línea con los aumentos proyectados en la producción, los cuales se dan, el primero en el final del 2019 y el segundo en el principio del 2023, por lo cual luego de este año los ingresos se estancan debido a que la empresa no tiene planificado ningún proyecto expansivo más allá del gasoducto hacia Medellín. Lo que se puede apreciar en la anterior gráfica es como el margen operativo crece a la par de los ingresos, por lo cual los incrementos en las ventas se están viendo significativamente reflejados en la utilidad operacional, esto debido a que cerca del 90% de los costos de producción son fijos.

Gráfico 7 - Composición Balance Proyectado

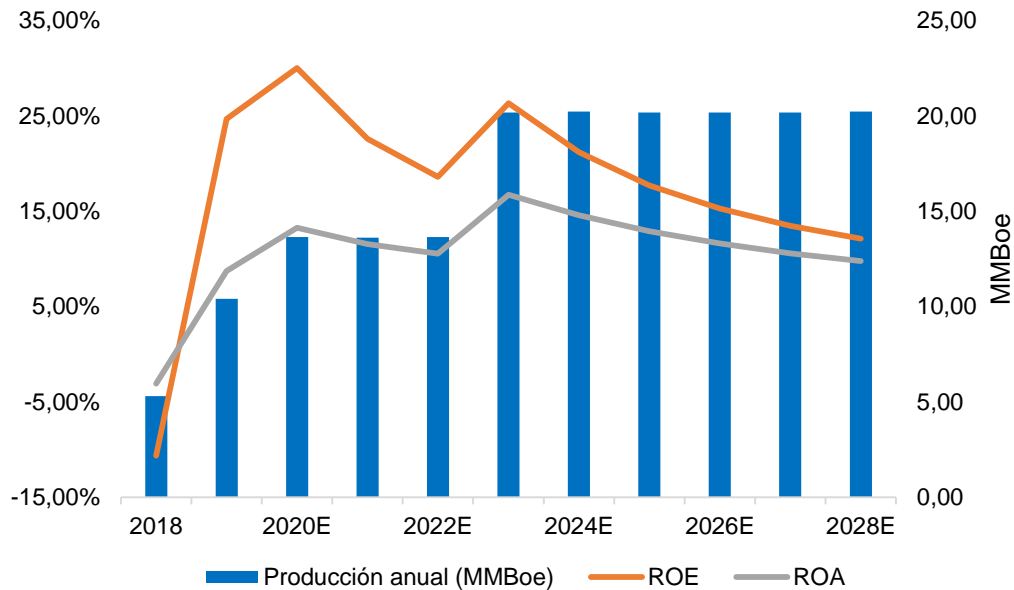


La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Datos en miles de dólares. Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

La compañía tenderá a ser financiada en su mayoría por el patrimonio, esto debido a que en las proyecciones la compañía no asumirá más deudas y en cambio pagará los leasing y préstamos bancarios, terminando solo con las obligaciones financiera de sus *seniors notes*. Por el lado del patrimonio, se asume que la empresa continuará con su política de no repartir dividendos por lo que el patrimonio crecerá a raíz de unas mayores utilidades y sin un plan a de inversión a mayor plazo irán creciendo las reservas decapital a gran ritmo.

Gráfico 8 - Producción Futura vs ROE y ROA

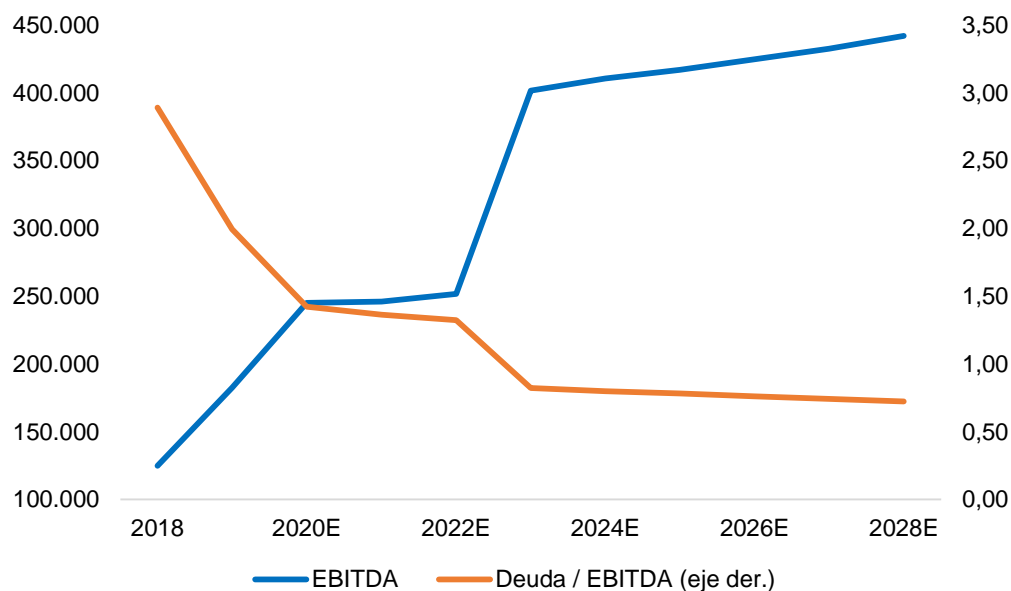


Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

Con los grandes incrementos estimados de la producción, aumentará considerablemente los retornos del capital y de los activos. No obstante, a partir del 2023 la producción será constante y como se apreció anteriormente los activos y el patrimonio crecerán constantemente luego de este año, por lo cual sus retornos serán cada vez menores y con esto los recursos de la empresa comenzarán a ser menos eficientes.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

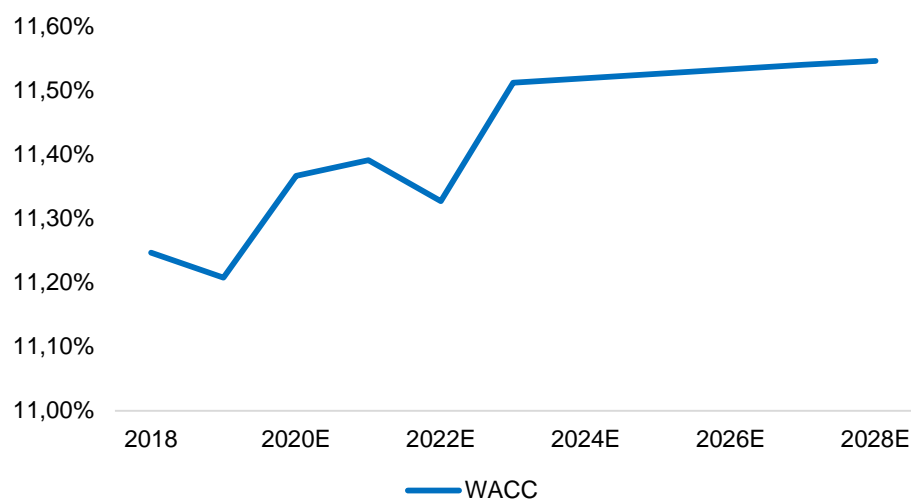
Gráfico 9 - EBITDA vs Deuda/EBITDA



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias. EBITDA en miles de dólares

Por su parte, el EBITDA muestra un gran crecimiento en los años futuros pronosticados, con lo cual se obtiene un indicador Deuda / EBITDA cada vez menor. Lo anterior se reflejará en una mayor confianza crediticia, además de una disminución en el riesgo de liquidez de la entidad al tener un indicador de endeudamiento menor será menos probable incurrir en un *covenant* que genere unas necesidades de liquidez no deseadas.

Gráfico 10 - WACC

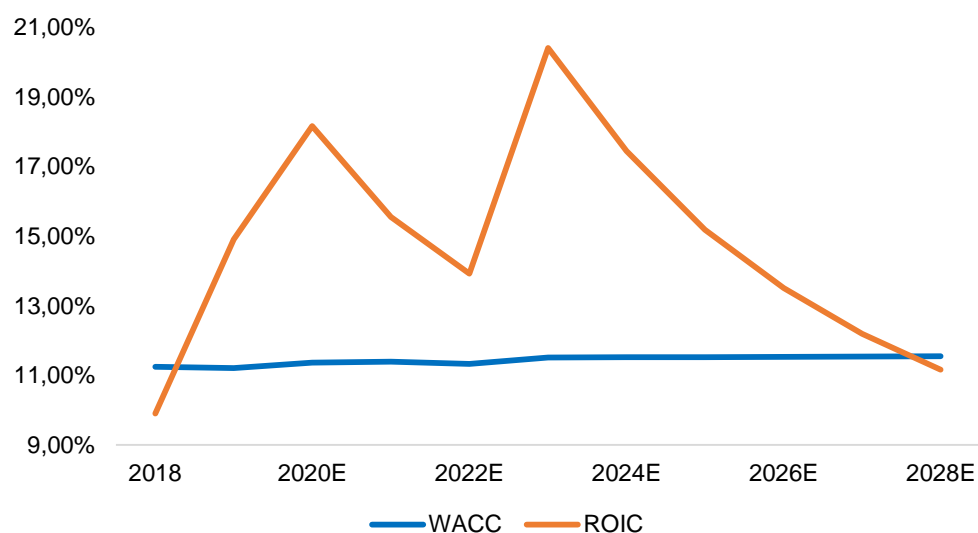


Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Finalmente, el WACC encontrado muestra un crecimiento casi constante, haciendo cada vez más costoso el valor del capital. Lo anterior es debido al constante decremento de la deuda de la empresa, por lo cual se obtendrá cada vez un escudo fiscal menor. Por otro lado, la disminución que se aprecia en el 2022 se da gracias a una estimación mayor de la inflación estadounidense para ese año (Ver Anexo 4). Además, al tener el WACC y el ROIC se puede saber si la empresa está creando valor, en donde si el ROIC es mayor que el WACC se sabe que el capital esta teniendo retornos por encima de su costo por lo cual la empresa crea valor. Con esto, podemos apreciar que con base en las proyecciones desde el 2019 hasta el 2027 la empresa creará valor (Ver Gráfico 11).

Gráfico 11 - Creación de Valor



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias

3.5.1 DCF (Flujo de Caja Descontado)

El resultado de la valoración por flujo de caja descontado dio un precio objetivo de COP 32,729. Lo que representaría un incremento del 190.7% al precio actual (17/10/19), un aumento sustancial que se da gracias a los grandes incrementos esperados en la producción que se verán reflejados significativamente en el margen operacional y neto.

A continuación se puede apreciar el resumen de los resultados obtenidos que se muestran en su totalidad en los anexos (Ver Anexo 5).

Tabla 7 - Resumen Valoración DCF

USD Miles	
Flujo de Caja Final	912,155
Valor Terminal	2,940,765
Crecimiento a perpetuidad (g)	3.0%

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

USD Miles	
VPN (Valor Terminal)	1,106,460
Valor de la Compañía	2,018,615
%VT	54.8%
Deuda Financiera	369,295
Interés Minoritario	0
Efectivo	34,201
Valor del Patrimonio	1,683,522
Acciones en Circulación	177,462
USD por Acción	9.49
USD/COP	3,450
COP por Acción	32,729

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

3.5.2 NAV (Valor Neto de los Activos)

Por medio de esta metodología se obtuvo un precio objetivo de COP 10,670. Lo que representaría una disminución 5.2% con respecto al precio actual (17/10/19), caída que se da debido a que por medio de esta metodología la empresa no podrá continuar su operación en cuanto se terminen sus reservas, a las cuales se les asumió un alto riesgo de extracción, con lo cual las reservas esperadas pasan de 129,716 a 78,866 miles de boe (Ver Tabla 8).

Tabla 8 - Reservas

	Reservas (KBOE)	Probabilidad	Reservas Esperadas
Probadas (1P)	66,694	90%	60,025
Probables (2P)	31,356	50%	15,678
Posibles (3P)	31,666	10%	3,167
Total	129,716		78,869

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019).

Con lo anterior, se encontró que la operación de la empresa solo durará hasta el 2024, por lo cual la valoración solo tomó los flujos operacionales hasta este año (Ver Anexo 6), en donde los resultados de esta se muestran a continuación.

Tabla 9 - Resumen Valoración NAV

USD Miles	
Valor Presente Neto	893,090
KTNO	-9,153

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

USD Miles	
Deuda Neta	335,093
Interés minoritario	0
Valor del Patrimonio	548,844
Acciones en Circulación	177,462
USD por Acción	3.09
USD/COP	3,450
COP por Acción	10,670

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

3.5.3 Múltiplos Comparables

Por medio de esta metodología se obtuvo un precio objetivo de COP 12,234 (USD 3.55), lo que representaría un incremento del 8.7% con respecto al precio actual (17/10/19). Sin embargo, el precio conseguido es un promedio de unos datos que están muy alejados siendo USD 0.85 por acción el valor encontrado más bajo y USD 8.68 por acción el más alto, por lo cual la valoración tiende a variar mucho y está muy sujeta a los indicadores que se seleccionen.

A continuación se muestra el resumen de los resultados obtenidos por medio de este método evaluativo, referirse a los anexos para apreciar las compañías comparadas y los múltiplos de cada una de estas (Ver Anexo 7).

Tabla 10 - Resumen Valoración Múltiplos Comparables

USD Miles	EV/EBITDA	P/E	P/Sales	P/BV	EV/Production
Valor de la Compañía	805,851	1,540,185	295,226	150,542	1,021,044
Deuda Financiera	366,422				
Efectivo	33,234				
Interés Minoritario	0				
Valor del Patrimonio	472,663	1,540,185	295,226	150,542	687,856
Acciones en Circulación	177,462				
USD por Acción	2.66	8.68	1.66	0.85	3.88
Promedio	3.55				
USD/COP	3,450				
COP por Acción	12,234				

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol y Bloomberg (2019).

Finalmente, se obtuvo el precio objetivo final de la acción de Canacol por medio de la ponderación de los tres métodos como se muestra a continuación.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Tabla 11 - Valoración Final

	Precio	Ponderación
DCF	9.49	20%
NAV	3.09	60%
Múltiplos	3.55	20%
Precio Final	4.46	
USD/COP	3,450	
COP por Acción	15,395	

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol y Bloomberg (2019), además de las proyecciones propias.

3.6 RIESGOS

Canacol está expuesto a innumerables riesgos que pueden afectar su operación y sus finanzas, sin embargo solo algunos de ellos son significantes y podrían traer grandes consecuencias negativas si llegaran a materializarse. En este sentido, los riesgos a los cuales la empresa debería prestar cuidadosa atención son:

- **Volatilidad en los precios del gas (R1):** los precios del gas impactan directamente las ganancias de la organización y están expuestos a las fluctuaciones del mercado. Actualmente los ingresos de la empresa provienen en su mayoría de la explotación y comercialización de gas natural. El precio de este es afectado por diferentes fenómenos que escapan del control de la empresa, incluidas: las tendencias económicas y políticas internacionales, las expectativas de inflación, guerra, fluctuaciones cambiarias, tasas de interés, patrones de consumo globales o regionales, actividades especulativas y aumentos en la producción de hidrocarburos debido a métodos más avanzados de extracción y desarrollos en la producción (Canacol Energy, 2019). Cualquier disminución significativa en los precios del gas natural podría ocasionar un efecto negativo importante en la corporación.

No obstante, Canacol ha firmado contratos para obtener unos precios fijos en su producción de gas natural con el objetivo de mitigar el riesgo de pérdidas de ingresos si los precios de los hidrocarburos disminuyen. Sin embargo, si los precios del gas incrementan por encima de los niveles establecidos en dichos acuerdos, la empresa no se beneficiará de estos aumentos (Canacol Energy, 2019).

- **Riesgo de tasa de cambio (R2):** al tener operaciones en Colombia, ser una empresa canadiense y manejar sus cuentas en dólares la empresa está expuesta en gran medida al riesgo cambiario, en donde algunos gastos de la organización están denominados en pesos colombianos y dólares canadienses. Por lo cual, en la medida en que los ingresos y gastos no estén expresados o fuertemente vinculados al dólar estadounidense, la organización estará expuesta al riesgo de tasa de

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

cambio. Riesgo sin cobertura en la organización, ya que Canacol no está utilizando actualmente derivados de tasa de cambio.

- **Inestabilidad Social (R3):** las empresas petroleras y gasíferas que operan en Colombia han experimentado interrupciones en sus actividades como resultado de la inestabilidad social y las protestas laborales del país. Por lo cual, la compañía no puede garantizar que este tipo de riesgos social o interrupción en las actividades laborales no se experimente en el futuro. El impacto potencial de la futura inestabilidad social, las protestas laborales y cualquier otra falta de orden público que pueda afectar el sector de hidrocarburos en Colombia, y en las actividades de la organización, no se conoce en este momento. Esta incertidumbre puede impactar las operaciones de manera incierta, incluidas: las interrupciones de los suministros y mercados de hidrocarburos, la capacidad de mover equipos como las plataformas de perforación de un lugar a otro, o la suspensión de las instalaciones de infraestructura, como los campos de producción, las carreteras públicas y las estaciones de descarga. Las cuales podrían ser objetivos o experimentar daños como resultado de la inestabilidad social, protestas laborales o paros (Canacol Energy, 2019).
- **Riesgo en la estimación de reservas (R4):** existen grandes dudas en la estimación de las reservas probadas, probables y posibles, incluidos muchos factores que están fuera del control de la organización. La información de las reservas del 31 de diciembre de 2018 establecida en el informe anual representa solo estimaciones, las evaluaciones hechas para estas estimaciones incluyen unos supuestos sujetos a factores como: las tasas de producción, las tasas de disminución de la producción, la recuperación final de reservas, tiempo y cantidad de gastos de capital, comerciabilidad de la producción, valores de abandono y salvamento, regalías y otros gravámenes gubernamentales que puedan implementarse durante la el tiempo productivo de las reservas (Canacol Energy, 2019). Estas suposiciones se basan en pronósticos que están usados en el día en que se realizaron las evaluaciones relevantes, y varias de estas suposiciones están expuestas a cambios que escapan del control de la empresa. Por lo cual, las reservas reportadas podrían ser mayores o menores a las verdaderas.
- **Riesgo en la exploración y desarrollo de campos (R5):** debido a que las actividades de exploración de gas natural de la empresa son una operación de gran incertidumbre con perspectivas de éxito inciertas y que aun si existe una conjugación de conocimiento, experiencia y evaluación detallada puede ser insuficiente. No existe la seguridad de que los gastos realizados en futuras operaciones de exploración y desarrollo tengan como resultado hallazgos de gas natural que sean comerciales o extraíbles. Es difícil pronosticar los costos de implementar cualquier programa de perforación exploratoria debido a las incertidumbres relacionadas con la perforación en formaciones desconocidas, los costos asociados con el descubrimiento de diferentes situaciones de perforación, como áreas sobre-presionadas y equipo que se pierde en el pozo, además de cambios en los proyectos y ubicaciones de exploración como resultado de descubrimientos anteriores o nuevos datos sísmicos

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

(Canacol Energy, 2019). Aun si se encuentran reservas de gas natural comerciables, no existe la seguridad de que su explotación y producción sea rentable.

- **Cambio en las regulaciones del gobierno (R6):** el sector petrolero y gasífero en Colombia está sujeto a amplios controles y regulaciones impuestas por diferentes entidades gubernamentales. Toda la legislación existente es un asunto del gobierno y Canacol no puede predecir qué regulaciones adicionales o enmiendas pueden promulgarse. Las enmiendas a las leyes, regulaciones y licencias vigentes que rigen a la industria petrolera y gasífera, incluyendo las normas y regulaciones ambientales que están evolucionando en el país latinoamericano, por lo que un cambio en ellas o una regulación más restrictiva podrían tener un impacto negativo importante en la empresa y causar incrementos en los gastos y costos, los cuales pueden disminuir la capacidad de Canacol para expandir o continuar con las operaciones existentes o podrían requerir que la organización abandone o retrase el desarrollo de nuevos campos productivos.
- **Seguridad (R7):** Colombia cuenta con una larga historia de problemas de seguridad relacionados con grupos guerrilleros, paramilitares y narcotraficantes. La cobertura del riesgo contra el terrorismo es difícil de obtener, por lo que el programa de seguro de la empresa no cuenta con esta cobertura. Como resultado, situaciones relacionadas con este factor en el futuro ocasionarían un impacto negativo importante en las actividades de Canacol. Además del potencial daño que traería el terrorismo contra la infraestructura de la organización, el aumento de la inseguridad en el país latinoamericano podría traer interrupciones en las cadenas de suministro y desalentar a las personas calificadas a no participar en las operaciones de Canacol.
- **Riesgo en los sistemas de gasoductos (R8):** este riesgo incluye fugas en el ducto; falla de equipos en las instalaciones, sistemas o procesos de información; rendimiento del equipo a niveles inferiores a los previstos originalmente (ya sea por mal uso, degradación inesperada o defectos de construcción, diseño o fabricación); derrames en centros de camiones; falta de mantenimiento de suministros adecuados de repuestos; interrupciones operativas o en los sistemas de distribución o refinerías de los socios que puedan impedir el uso de la capacidad total del gasoducto. El acontecimiento de cualquiera de estas situaciones podría incrementar el costo operativo de los gasoductos de empresa o reducir los ingresos, lo que afectaría las utilidades.
- **Riesgo de daño ambiental (R9):** Existe la posibilidad de que la compañía vea sus finanzas significativamente afectadas por costos resultantes de posibles daños ambientales imprevisibles que sean generados de las actividades de Canacol, incluidos los daños, los costos de limpieza o las sanciones en caso de derrames en el medio ambiente, daños ambientales existentes al momento de la compra de propiedades por la empresa o incumplimiento de las leyes o regulaciones ambientales. Aunque estos costos no han sido importantes para la organización en el pasado, no hay garantía de que esto continúe siendo así en el futuro (Canacol Energy, 2019).

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- **Terminación anticipada de contratos (R10):** la empresa actualmente vende cerca del 90% del gas producido por medio de contratos *take or pay* firmado con terceros. Si estos acuerdos de venta se revocaran por cualquier motivo, la compañía tendría la posibilidad de no poder llegar a nuevos acuerdos de venta con otros compradores de manera oportuna o con términos semejantes o beneficiosos. Los resultados de las actividades y las finanzas de Canacol dependen de su capacidad para comercializar sus reservas, además de los precios acordados por sus hidrocarburos y cualquier cambio en el precio o los contratos *take or pay* pueden afectar las futuras utilidades de la compañía.
- **Desastres naturales (R11):** Canacol está sujeto a riesgos asociados con la naturaleza al ser una empresa explotadora y productora de recursos, incluidos explosiones, incendios, terremotos, cráteres, contaminaciones o huracanes. La materialización de alguno de estos riesgos podría resultar en pérdidas significativas para la empresa debido a posibles lesiones o pérdida de vidas y daños de los campos de hidrocarburos, infraestructura de producción u otros activos.

Con los anteriores riesgos, se encontró una matriz en donde están clasificados según su probabilidad de ocurrencia e impacto posible, con lo cual se pueden apreciar cuales son las más relevantes para las operaciones de la empresa que deben ser mitigados y cuáles pueden ser aceptados.

Tabla 12 - Matriz de Riesgo

		Probabilidad				
		Raro	Poco Probable	Posible	Muy Probable	Casi Seguro
Consecuencias	Catastróficas	R11				
	Mayores	R7	R4			
	Moderadas		R3, R6	R8, R9		
	Menores	R10		R5		R2
	Depreciable					R1

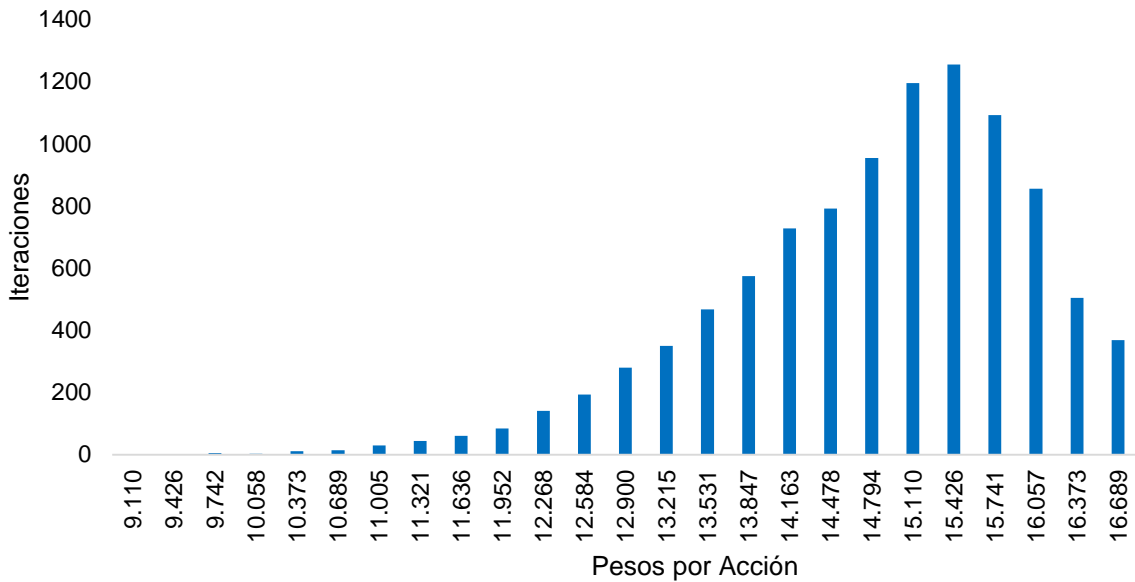
Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones realizadas.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

3.6.1 Simulación del Riesgo

Con el objetivo de obtener una mejor apreciación del impacto que puede tener algunos de los anteriores riesgos en la empresa, se realizó una simulación del impacto que podrían tener los riesgos de estimación en las reservas (R4) y los sistemas de gasoductos (R8) en el precio por acción final de la valoración anteriormente descrita, obteniendo los siguientes resultados para cada riesgo:

Gráfico 12 - Simulación Riesgo en la Estimación de Reservas

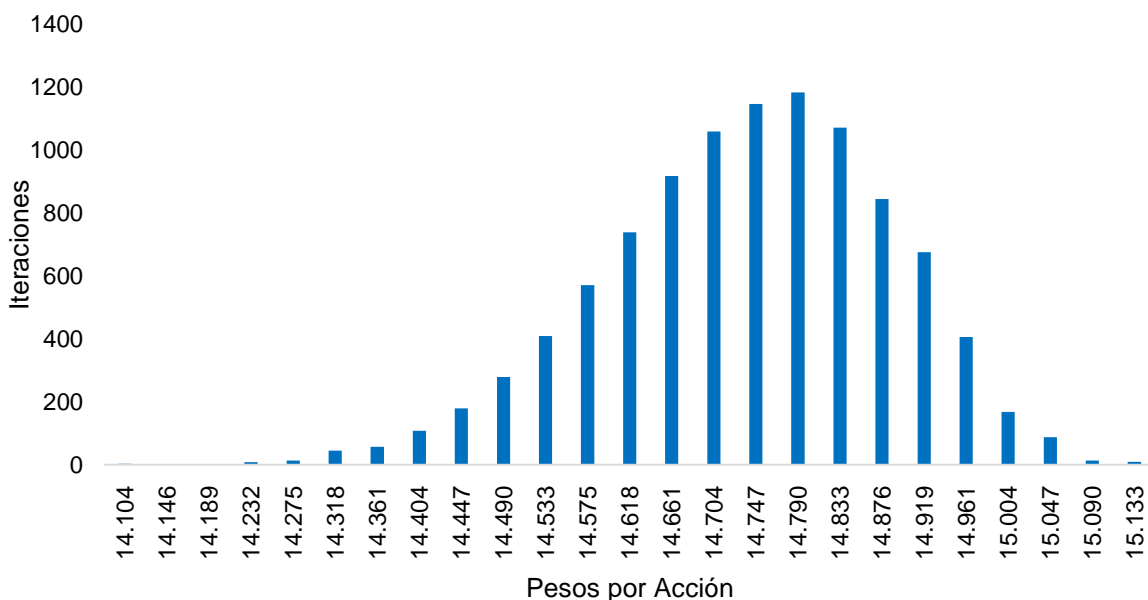


Fuente: resultados de simulación en Risk Simulator a partir de datos de Canacol (2019) y de las proyecciones propias.

Al simular las estimaciones en las reservas se encontró con una confianza del 95% que el precio por acción estará entre 11,340 y 16,490 pesos, en donde la simulación tuvo una media de 14,661 pesos lo que representaría una disminución del 4.8% con respecto al precio objetivo final, además los resultados tuvieron una desviación estándar de 1,178 pesos, rango en el cual se encuentra el precio objetivo de la valoración. Por otro lado, el precio máximo obtenido fue de 16,689 pesos y el mínimo de 8,795 pesos, los cuales representan respectivamente un incremento del 8.41% y una disminución del 42.87% con respecto al precio objetivo final.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Gráfico 13 - Simulación Riesgo en los Sistemas de Gasoducto



Fuente: resultados de simulación en Risk Simulator a partir de datos de Canacol (2019) y de las proyecciones propias

Al simular el riesgo en los sistemas de gasoducto se encontró que con una confianza del 95% el precio objetivo por acción de Canacol se encontrará entre 14,411 y 14,971 pesos, además la simulación tuvo una media de 14,716 pesos con una desviación estándar de 144 pesos. Por lo cual, en el rango encontrado no se encuentra el precio objetivo final de valoración, el cual se aleja un 4.40% de la media. Por otro lado, el máximo precio encontrado en la simulación fue de 15,133 pesos y el mínimo de 14,062 pesos, los cuales representan relativamente una disminución de 1.7% y 8.66% con respecto al precio objetivo de la valoración.

Con todo y lo anterior, se puede apreciar como la materialización de alguno de estos riesgos tiene unos grandes impactos adversos para el precio de la acción, en donde ambas simulaciones presentaron una media por debajo del precio objetivo encontrado y en una de estas el máximo encontrado es incluso menor a este precio objetivo, lo que indica que Canacol debe vigilar de cerca estos riesgos y debe seguir con sus políticas de cubrimiento para poder hacer frente a estos posibles impactos.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

4. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES

Canacol presenta una fuerte posición en el mercado gasífero colombiano específicamente en la Costa Atlántica, en donde tiene la mayoría de sus campos productivos y se encuentra cerca de convertirse en el principal productor de la zona. Con un 90% de su producción vendida por medio de contratos *take or pay* a largo plazo, la empresa asegura sus ingresos futuros y disminuye en gran medida el poder de sus clientes. Por otro lado, a una escala nacional la compañía debe tener presente que más del 90% del mercado pertenece a Ecopetrol, que al ser una compañía estatal tiene ciertas prioridades a la hora de la obtención de licencias gubernamentales que para Canacol son difíciles de obtener. Sin embargo, debido a que la amenaza de nuevos competidores y de productos sustitutos son relativamente bajas, sumadas a los crecimientos de ventas esperados, la empresa podrá continuar con un aumento en su posición en el mercado hasta ubicarse como la segunda compañía explotadora de gas más importante de Colombia.

Con respecto a su situación financiera y corporativa actual, la empresa presenta buenos indicadores. El gobierno corporativo cumple adecuadamente con la mayoría de los estándares internacionales (con base en los lineamientos del Instituto CFA) de gestión administrativa, con lo cual los inversionistas tendrán seguridad de que los directivos trabajan transparentemente para la creación de valor. Por otro lado, los estados financieros de la empresa han ido mostrando mejorías gracias al cambio de enfoque de petróleo a gas y los incrementos de la producción de este último hidrocarburo, mejorías que no se han podido traducir en mayores utilidades netas debido a diferentes imprevistos, sin embargo las utilidades operacionales y el margen operativo están en aumento, por lo cual es cuestión de tiempo para que los resultados se aprecien en las ganancias netas de Canacol.

Con los resultados de las proyecciones y la valoración se confirma lo expuesto anteriormente, en donde las estimaciones hechas a futuro muestran un gran incremento en los indicadores de rentabilidad guiados por los aumentos que planea la empresa en las ventas y unos costos de producción que son 90% fijos. Lo que representa en gran medida, el resultado del modelo de valoración que obtuvo un precio objetivo por acción de 15,395 pesos que representaría un aumento del 36.7% con respecto al precio actual (17/10/2019). Gracias a lo anterior y sumando una mayor creación de valor (ROIC > WACC) en las proyecciones, se pudo emitir una recomendación de compra para la acción de compañía.

Con respecto a esto, se apreció la significativa diferencia en los resultados de las valoraciones, en donde el método DCF mostró un precio objetivo mucho mayor a los otros dos gracias a que esta metodología asume unas reservas infinitas y una operación sin interrupciones, mientras que la metodología NAV tuvo el precio objetivo más bajo al solo poder operar hasta agotar las reservas existentes, y finalmente el modelo de múltiplos comparables solo está representando el precio objetivo que debería tener la compañía frente a las condiciones actuales del mercado financiero para el sector gasífero. Por lo

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

cual, al realizar la valoración con una ponderación de los tres métodos se llega a cubrir los diferentes escenarios futuros y se le añade la mirada actual del mercado financiero para terminar arrojando un precio objetivo relativamente adecuado.

Finalmente, al realizar el análisis de riesgos se apreció que la empresa al estar ubicada en el sector OIL & Gas colombiano enfrenta una significativa cantidad de riesgos que al ser evaluados por la matriz en su mayoría resultaron ser riesgo mediano. Sin embargo estos tienen una alta incertidumbre en el posible impacto que podrían tener, ya que al realizar una simulación para dos de estos riesgos se encontró que ambas tuvieron un resultado medio por debajo del precio objetivo por acción del modelo de valoración, y en una de estas el valor máximo resultante fue incluso menor a este precio objetivo. Y con esto, se deja la consideración final de poder construir una nueva matriz de riesgos con base en el posible impacto que tendría la acción en las simulaciones realizadas y las que se podrían realizar siguiendo los anteriores lineamientos para cada riesgo identificado.

REFERENCIAS

- Bartram, S., Brown, G., & Walker, W. (Agosto de 2015). *How Important Is Financial Risk?* Obtenido de Cambridge.org: <https://www.cambridge.org/core/services/aop-cambridge-core/content/view/S0022109015000216>
- Business Valuation Specialists LLC. (9 de Noviembre de 2016). *A Brief History of Valuation Companies*. Obtenido de Business Valuation Specialists Web Site: <http://www.businessvaluations.net/blog/history-of-valuation-companies>
- Canacol Energy. (11 de septiembre de 2014). Canacol Energy Ltd. anuncia nuevo contrato de venta de gas y aumenta el pronóstico de venta de gas a 14,560 BOEPD en el 2015 en Colombia. Calgary, Alberta, Canadá.
- Canacol Energy. (5 de febrero de 2015). Canacol Anuncia Nuevo Contrato en Firme de Venta de Gas a 15 Años por 35 MMSCFPD. Calgary, Alberta, Canadá.
- Canacol Energy. (23 de noviembre de 2016). Canacol Energy Ltd. Negotiates New Gas Sales Contracts, Initiates Private Gas Pipeline, and Forecasts 130 MMSCFPD of Gas Production Exiting 2017 and 230 MMSCFPD of Gas Production Exiting 2018. Calgary, Alberta, Canadá.
- Canacol Energy. (2019). *Annual Information Form for 2018*. Calgary.
- Canacol Energy. (25 de julio de 2019). Canacol Energy Anuncia la Finalización de la Expansión del Gasoducto entre Jobo y Cartagena. Calgary, Alberta, Canada.
- CFA Institute. (2018). *The Corporate Governance of Listed Companies A Manual for Investors*. CFA Institute.
- Chevron. (15 de julio de 2019). *Colombia*. Obtenido de Chevron Web site: <https://www.chevron.com/worldwide/colombia>
- Deloitte. (2016). *Good Governance driving Corporate Performance?* Amsterdam: Nyenrode Business Universiteit.
- Demaria, C. (2010). *Introduction to Private Equity* (Primera ed.). Nueva Delhi: Wiley.
- Duarte Fandiño, D., & Duarte Pérez, A. (2018). *Canacol Energy: Todo depende*. Bogotá: Casa de Bolsa.
- Equion. (15 de julio de 2019). *Historia*. Obtenido de Equion Web site: <http://www.equion-energia.com/nuestra-compania/Paginas/Historia-EC.aspx>

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some theory and implications. *The Economic Journal*, 678-689.
- Helfert, E. A., & Helfert, E. A. (2001). Financial analysis: tools and techniques: a guide for managers . *New York: McGraw-Hill.*, 221-296.
- Hocol. (15 de julio de 2019). *Historia*. Obtenido de Hocol Web site: <https://www.hocol.com.co/nosotros/historia>
- Hull, J. C. (2012). *Options, Futures and other Derivatives*. Boston: Pearson Education.
- Kibbey, A., Rasor, R., & Bostwick, B. (2 de Febrero de 2017). *Valuing Oil & Gas Assets: The Complexities And Key Considerations*. Recuperado el 25 de Febrero de 2019, de Finance Monthly: <https://www.finance-monthly.com/2017/01/valuing-oil-gas-assets-the-complexities-and-key-considerations/>
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (Sexta ed.). New Jersey: Wiley.
- Osabutey, & Agbodohu. (2013). Analysis of Risk Management Practices in the Oil and Gas Industry in Ghana. *European Journal of Business and Management* , 12.
- Page, A. (2011). *Financial reporting in the oil and gas industry* (Segunda ed.). PWC.
- Palepu, K., Healy, P., & Bernard, V. (2000). *Business Analysis & Valuation* (Segunda ed.). Boston: Cengage.
- Payne, M. (13 de febrero de 2019). Comunicado Oficial. Bogotá, Colombia: Chevron Colombia.
- Portafolio. (24 de abril de 2018). *Carbón gana terreno en la generación térmica*. Obtenido de Portafolio.co: <https://www.portafolio.co/economia/carbon-gana-terreno-en-la-generacion-termica-516531>
- Portafolio. (28 de noviembre de 2018). *Gas natural, pieza clave en el engranaje de la industria*. Obtenido de Portafolio.co: <https://www.portafolio.co/economia/gas-natural-pieza-clave-en-el-engranaje-de-la-industria-523874>
- Reyes, I., Cadena, L., & De León, I. (Julio de 2014). *La importancia del análisis de los estados financieros en la toma de decisiones*. Obtenido de Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo: <https://www.uaeh.edu.mx/scige/boletin/tlahuelilpan/n4/e2.html>
- Soler Sanz-Ramos, P. (2014). *Métodos de Valoración de Empresas*. Madrid: Universidad Pontificia Comillas ICAI-ICADE.
- Valora Analitik. (25 de julio de 2019). *ANH firmó dos contratos de exploración y producción con Parex*. Obtenido de Valora Analitik Web site:

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

<https://www.valoraanalitik.com/2019/07/25/anh-firmo-dos-contratos-de-exploracion-y-produccion-con-parex/>

Valora Analitik. (18 de julio de 2019). *ANH firmó dos nuevos contratos de exploración y producción de petróleo con Frontera Energy*. Obtenido de Valora Analitik Web site: <https://www.valoraanalitik.com/2019/07/18/anh-firmo-dos-nuevos-contratos-de-exploracion-y-produccion-de-petroleo-con-frontera-energy/>

Wylie, G., & Robert, D. (2017). *Canacol Energy Ltd: Making it Ten Discoveries in a Row*. Toronto: ScotiaBank.

Yarce, M. A., & Buitrago, D. A. (2018). *Canacol: Ojos en la meta*. Medellín: Valore Bancolombia.

ANEXOS

Anexo 1- Estado de Resultados Proyectado

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Ingresos	222,413	272,176	370,057	374,921	386,931	580,877	593,557	602,971	614,199	625,635	639,016
Costo de ventas	60,832	42,914	61,301	64,399	68,676	84,418	86,282	87,710	89,343	91,007	92,890
Utilidad bruta	161,581	229,262	308,756	310,522	318,256	496,459	507,276	515,261	524,855	534,628	546,126
Gastos operacionales	80,917	97,253	120,809	127,855	134,428	165,329	169,791	173,544	177,346	180,987	184,738
Utilidad operacional	80,664	132,009	187,947	182,667	183,828	331,130	337,485	341,718	347,510	353,641	361,388
EBITDA	124,910	182,455	245,004	245,859	251,636	401,631	410,412	416,831	424,592	432,498	441,844
Resultado financiero y part.	-73,316	-28,699	-24,482	-23,837	-23,051	-22,398	-22,290	-22,224	-22,152	-22,076	-22,028
Utilidad antes de impuestos	7,348	103,311	163,465	158,830	160,777	308,732	315,195	319,494	325,357	331,565	339,360
Impuestos	-29,183	-37,415	-49,040	-47,649	-48,233	-92,620	-94,558	-95,848	-97,607	-99,470	-101,808
Utilidad neta consolidada	-21,835	65,895	114,426	111,181	112,544	216,112	220,636	223,646	227,750	232,096	237,552
Interés no controlante	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad neta atribuible	-21,835	65,895	114,426	111,181	112,544	216,112	220,636	223,646	227,750	232,096	237,552

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

Anexo 2 - Balance General Proyectado

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Efectivo y equivalentes	52,840	31,213	74,468	118,632	193,842	347,946	543,315	743,711	950,015	1,162,572	1,383,313
Activos corrientes	124,739	122,081	167,359	213,122	291,104	491,918	689,917	892,992	1,102,024	1,317,361	1,540,933
Activos no corrientes	580,264	633,817	695,760	751,569	778,761	803,260	825,333	845,220	863,137	879,280	893,824
Activos	705,003	755,898	863,119	964,690	1,069,865	1,295,178	1,515,250	1,738,211	1,965,161	2,196,640	2,434,757

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Pasivos corrientes	69,258	71,701	80,297	83,815	78,723	90,263	92,105	93,898	95,353	95,779	96,343
Pasivos no corrientes	430,308	416,977	401,176	388,048	385,771	383,432	381,026	378,548	376,293	375,250	375,250
Pasivos	499,566	488,678	481,473	471,863	464,494	473,695	473,130	472,446	471,646	471,029	471,593
Patrimonio controlante	205,437	267,220	381,646	492,827	605,371	821,483	1,042,119	1,265,765	1,493,515	1,725,611	1,963,163
Interés minoritario	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Pasivo y Patrimonio	705,003	755,898	863,119	964,690	1,069,865	1,295,178	1,515,250	1,738,211	1,965,161	2,196,640	2,434,757

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

Anexo 3 - Indicadores Projectados

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
WACC	11.25%	11.21%	11.37%	11.39%	11.33%	11.51%	11.52%	11.53%	11.53%	11.54%	11.55%
Operación											
Producción diaria (kbped)	14.51	28.48	37.24	37.28	37.35	55.22	55.38	55.23	55.23	55.23	55.38
Producción anual (MMBoe)	5.30	10.40	13.63	13.61	13.63	20.16	20.21	20.16	20.16	20.16	20.21
Rentabilidad											
EBITAX	138,584	194,934	265,615	266,887	273,109	423,504	432,692	439,526	447,710	456,046	465,831
Margen bruto	72.65%	84.23%	83.43%	82.82%	82.25%	85.47%	85.46%	85.45%	85.45%	85.45%	85.46%
Margen operacional (eje der.)	36.27%	48.50%	50.79%	48.72%	47.51%	57.01%	56.86%	56.67%	56.58%	56.53%	56.55%
Margen neto	-9.82%	24.21%	30.92%	29.65%	29.09%	37.20%	37.17%	37.09%	37.08%	37.10%	37.17%
Margen EBITDA	56.16%	67.04%	66.21%	65.58%	65.03%	69.14%	69.14%	69.13%	69.13%	69.13%	69.14%
ROE	-10.63%	24.66%	29.98%	22.56%	18.59%	26.31%	21.17%	17.67%	15.25%	13.45%	12.10%
ROA	-3.10%	8.72%	13.26%	11.53%	10.52%	16.69%	14.56%	12.87%	11.59%	10.57%	9.76%
ROIC	9.90%	14.91%	18.17%	15.55%	13.92%	20.41%	17.45%	15.19%	13.51%	12.19%	11.16%
Endeudamiento											
Razón Corriente	1.80	1.70	2.08	2.54	3.70	5.45	7.49	9.51	11.56	13.75	15.99

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Deuda / EBITDA	2.89	1.99	1.42	1.36	1.32	0.82	0.80	0.78	0.76	0.74	0.72
Deuda neta / EBITDA	2.44	1.80	1.10	0.87	0.54	-0.05	-0.53	-1.01	-1.48	-1.95	-2.41

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

Anexo 4 - Tabla WACC Proyectado

USD Miles	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Rf	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
Prima de Mercado	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Beta desapalancado	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028	1.028
Deuda neta	361,157	369,295	358,999	345,926	335,525	330,521	328,182	325,776	323,298	321,043	320,000
Market Equity	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235	608,235
Beta apalancado	1.455	1.465	1.453	1.437	1.425	1.419	1.416	1.413	1.410	1.408	1.406
Riesgo país	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%	1.65%
Ke	12.87%	12.95%	12.86%	12.74%	12.64%	12.60%	12.58%	12.55%	12.53%	12.51%	12.50%
Inflación Colombia	3.39%	2.99%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%	3.04%
Inflación EE.UU.	2.57%	2.25%	2.07%	2.03%	2.11%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%
Ke pesos	13.79%	13.77%	13.93%	13.86%	13.67%	13.90%	13.88%	13.86%	13.84%	13.82%	13.81%
Kd	6.97%	6.99%	7.02%	7.05%	7.09%	7.11%	7.14%	7.17%	7.20%	7.23%	7.25%
kd after taxes	4.88%	4.90%	4.91%	4.94%	4.96%	4.98%	5.00%	5.02%	5.04%	5.06%	5.08%
%kd	37.26%	37.78%	37.12%	36.25%	35.55%	35.21%	35.05%	34.88%	34.71%	34.55%	34.47%
%ke	62.74%	62.22%	62.88%	63.75%	64.45%	64.79%	64.95%	65.12%	65.29%	65.45%	65.53%
WACC	11.25%	11.21%	11.37%	11.39%	11.33%	11.51%	11.52%	11.53%	11.53%	11.54%	11.55%

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019), Bloomberg y las proyecciones propias.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Anexo 5 - DCF

USD Miles	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
EBITDA	182,455	245,004	245,859	251,636	401,631	410,412	416,831	424,592	432,498	441,844
(+/-) Working Capital	(9,153)	1,067	1,865	259	(32,505)	(855)	(957)	(1,052)	(1,141)	(1,225)
(-) CapEx	(100,543)	(119,000)	(119,000)	(95,000)	(95,000)	(95,000)	(95,000)	(95,000)	(95,000)	(95,000)
(-) Taxes	(37,415)	(49,040)	(47,649)	(48,233)	(92,620)	(94,558)	(95,848)	(97,607)	(99,470)	(101,808)
Flujo de Caja	35,344	78,032	81,075	108,662	181,506	219,999	225,026	230,933	236,888	243,812
Valor Presente	35,344	70,068	65,356	78,682	117,861	128,101	117,487	108,104	99,419	91,734

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019), Bloomberg y las proyecciones propias.

Anexo 6 - NAV

USD Miles	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Producción Anual (Kboe)	10,397	13,629	13,607	13,634	20,157	7,445
Reservas (Kboe)	78,869	68,472	54,843	41,236	27,601	7,445
Precio de venta (por boe)	29.11	30.38	30.85	31.44	31.89	32.49
Costos de Producción (por boe)	4.27	4.70	5.26	5.31	4.06	5.00
Costos de transporte (por boe)	1.01	1.21	1.37	1.60	1.54	1.58
Impuestos (por boe)	3.60	3.60	3.50	3.54	4.60	4.68
Costos G&A (por boe)	3.49	3.92	3.98	4.10	4.16	4.24
Compensaciones (por boe)	1.02	0.76	0.77	0.79	0.54	0.55
Ingresos	302,667	414,048	419,790	428,716	642,826	241,853
Costos	139,161	193,258	202,660	209,118	300,309	119,492
Flujo de Caja	163,507	220,790	217,130	219,598	342,517	122,360

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Canacol (2019) y las proyecciones propias.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.

Anexo 7 - Múltiplos Comparables

Compañía	Mkt. Cap (USD mm)	Participación Mkt. Cap	P / E	P / BV	EV / EBITDA	P/Sales	EV / Producción
Advantage Oil	279.01	2.30%	31.11	0.27	4.04	1.36	41.56
Gran Tierra Energy	396.27	6.19%	N/A	0.37	2.81	0.64	84.70
Parex Resources	2027.22	15.66%	N/A	1.56	3.22	2.30	105.56
Surge Energy Inc	255.19	2.14%	16.94	0.40	6.16	0.93	114.73
Crew Energy Inc	65.43	0.81%	25.00	0.09	4.12	0.41	N/A
Birchcliff Energy	394.95	4.68%	10.54	0.30	4.28	0.85	42.66
Nuvista Energy	340.01	5.04%	19.22	0.32	4.47	0.81	68.23
Cardinal Energy	198.07	1.31%	29.60	0.33	6.58	0.80	65.90
Bonterra Energy	95.61	1.02%	14.92	0.25	3.76	0.59	85.88
Baytex Energy Co	662.88	6.67%	17.93	0.28	3.45	0.56	96.40
Kelt Exploration	416.84	4.87%	78.16	0.60	5.75	1.44	N/A
Crescent Point	2067.10	11.35%	9.86	0.41	3.48	0.90	101.86
Peyto Expl & Dev	332.76	6.32%	8.98	0.25	5.07	0.80	47.51
Athabasca Oil Co	207.21	2.38%	N/A	0.22	7.06	0.36	37.72
Painted Pony Energy	76.02	1.20%	N/A	0.09	3.58	0.25	43.25
Pengrowth Energy	84.25	1.87%	N/A	0.76	6.34	0.24	109.57
Whitecap Resources	1147.48	9.49%	13.75	0.48	4.58	1.29	101.90
Torc Oil & Gas	581.39	4.83%	55.24	0.51	4.58	1.57	115.81
Storm Resources	123.13	1.40%	N/A	0.39	4.26	0.90	N/A
Bonavista Energy	102.96	1.65%	N/A	0.09	4.34	0.29	35.60
Transglobe Energy	90.61	0.99%	N/A	0.41	1.47	0.55	20.34
Meg Energy Corp	1153.12	7.83%	48.19	0.40	7.33	0.47	156.34
Total	11097.53	100%	379.44	8.78	100.73	18.29	1475.52
Max	2067.10	15.7%	78.16	1.56	7.33	2.30	156.34
Min	65.43	0.8%	8.98	0.09	1.47	0.24	20.34
Promedio ponderado			25.5	0.6	4.4	1.1	98.2

Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

La información presentada en este documento es de exclusiva responsabilidad de los autores y no compromete a la EIA.