



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

**El Oráculo
Canacol**



El Oráculo de Canacol

Un barco capaz de navegar las aguas de la pandemia

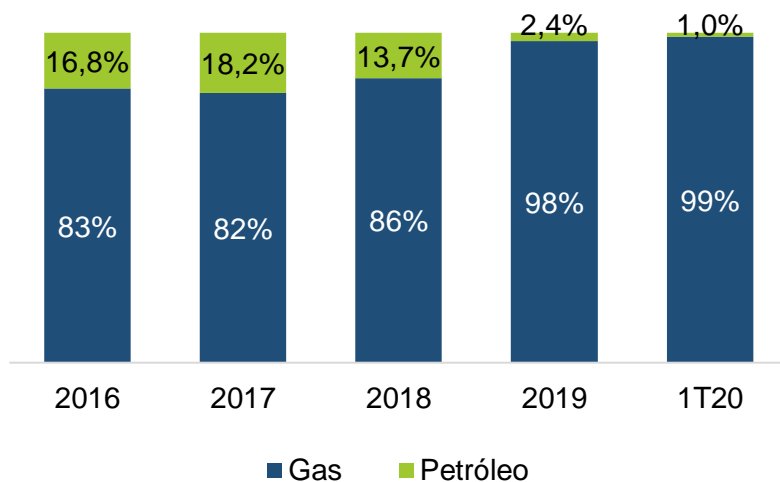
Canacol hace parte del pequeño grupo de emisores que experimentan un bajo impacto por la retardada coyuntura económica derivada del COVID-19, principalmente gracias a su modelo de negocio en el cual el 80% de sus ventas realizadas de gas provienen de contratos de largo plazo de tipo *take or pay*. En ese sentido, en un contexto de un elevado grado de incertidumbre como el actual, reafirmamos nuestra recomendación de **sobreponderar la acción de Canacol**. La robusta posición financiera actual de la compañía, una dinámica de generación de flujos de caja estable y los proyectos futuros para incrementar su capacidad de producción, fundamentan principalmente nuestra tesis de inversión. No obstante, esperamos que sus ventas interrumpibles (20% de las totales) continúen limitadas por la nueva realidad económica producto de la pandemia, donde no descartamos nuevos periodos de aislamiento, así como resaltamos la afectación en su presupuesto inicial de capital en 2020, que en un inicio tenía como foco acrecentar el nivel de reservas. Finalmente, consideramos importante monitorear cualquier nuevo retraso en las fechas esperadas de entrada en operación de los proyectos futuros de Canacol, donde resaltan El Tesorito y el gasoducto Jobo – Medellín.

24 de julio de 2020

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

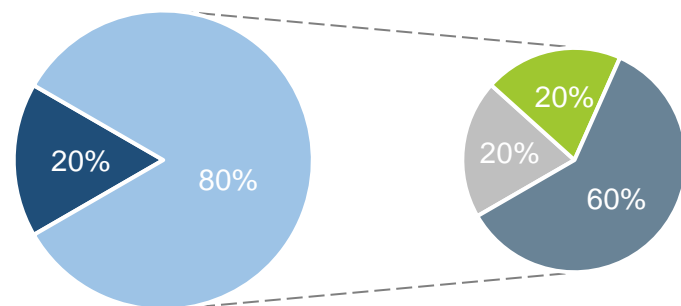
Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

1. Evolución composición ingresos Canacol



2. Mix de ventas de gas Canacol y composición de clientes

A corte del 1T20

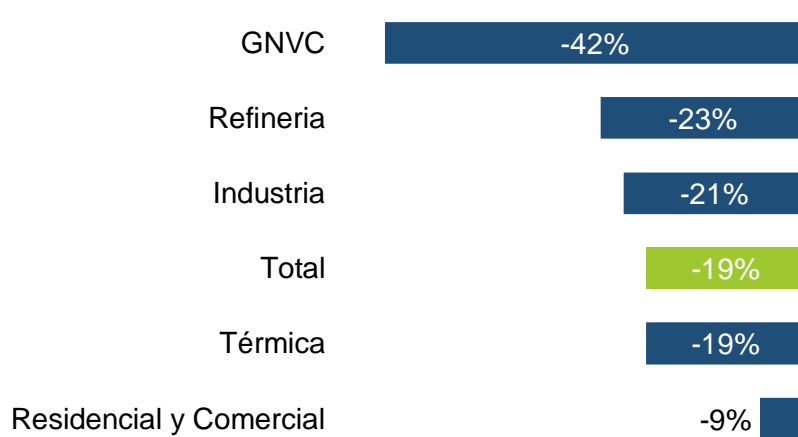


- Contratos *take or pay*
- Ventas interrumpibles
- Distribuidores de gas Costa Caribe
- Industria de gas no regulada
- Térmogeneradoras

Informe Especial I Canacol

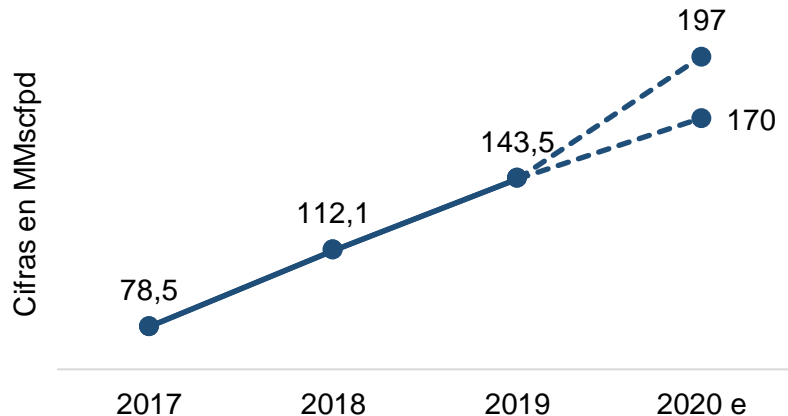
Producción de gas continuaría senda positiva, pero limitada por mercado *spot*

3. Variación demanda de gas natural durante APO y antes del APO por sector en Colombia* – A corte de junio de 2020



* Con base en valores promedio. APO: Aislamiento preventivo obligatorio

4. Producción promedio diaria de gas natural Canacol



Producción en ascenso pese a COVID-19: Resaltamos la positiva dinámica de la producción de gas de Canacol en los últimos años (Gráfica 3), recientemente impulsada por la finalización de la expansión del gasoducto Jobo – Cartagena. No obstante, a raíz de la coyuntura por el COVID-19, el nivel de producción y ventas realizadas se ha visto limitado por una menor demanda de gas en el segmento interrumpible en medio del periodo de aislamiento preventivo obligatorio. De esta manera, la demanda de gas en el país cayó en promedio un 19% respecto al nivel observado en los primeros meses de 2020. Pese a que la demanda en este segmento estimamos se normalice gradualmente, gracias a la reactivación económica del país, esperamos siga limitada en la mayor parte de lo que resta del año. Asimismo, la recuperación del nivel de embalses podría mermar en los próximos meses la mayor demanda de gas por parte de las termoeléctricas.

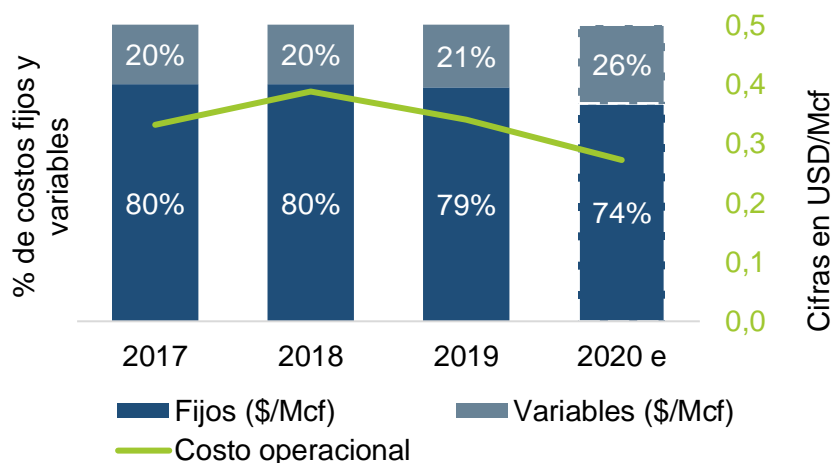
Así las cosas, **esperamos que la producción de Canacol para 2020 se sitúe alrededor de 180 MMscfpd**, entre el nivel inferior estimado de 170 MMscfpd (+18,4% A/A), que incorpora solamente ventas por contratos en firme a precio fijo para 2020 (80% del total) y el límite superior de 197 MMscfpd, favorecida por la mayor apertura económica.

A futuro el panorama es alentador, al analizar las fuentes y proyectos de crecimiento en producción de Canacol, como: i) Expansión de la capacidad de transporte de gas en la red actual (25 MMscfpd en 2021 y 2022); ii) Proyecto El Tesorito, que entrará a operar a finales de 2021, (Celsia como socio mayoritario) donde Canacol proveerá el 100% del gas natural; y iii) Gasoducto Jobo – Medellín (100 MMscfpd), cuya entrada prevista se daría en el 2S24. No descartamos la posibilidad que tanto El Tesorito como el gasoducto Jobo – Medellín puedan sufrir nuevos retrasos.

Informe Especial | Canacol

EBITDAX repuntaría, soportado en mayor producción de gas

5. Evolución costos operacionales Canacol



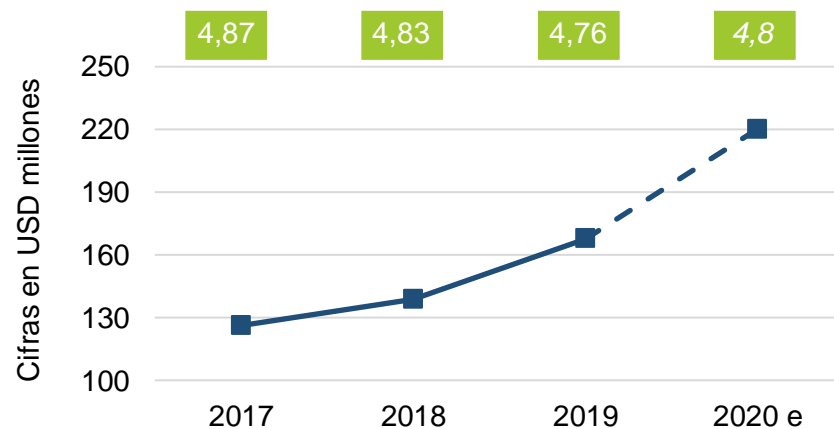
Mayor eficiencia dada la estructura de costos, pero opacada por regalías: Resaltamos que un alto porcentaje de los costos operacionales de Canacol son fijos (Gráfica 5). En ese sentido, el incremento esperado del nivel de producción de gas de la compañía en 2020 y en años posteriores produciría un efecto de dilución de costos, favoreciendo así la eficiencia operacional de Canacol.

Sin embargo, dicho efecto se puede ver opacado por un impacto vía regalías, aspecto que se evidenció durante el primer trimestre de 2020, limitando la dinámica de la ganancia operacional* de la compañía (-11% A/A). Lo anterior, dado el aumento en el nivel de producción de gas natural principalmente en el bloque VIM-5, el cual está sujeto a un factor de regalía adicional del 13%, superior a la tasa usual de regalías de gas natural de Canacol del 6,4%.

EBITDAX impulsado por positiva dinámica en producción: Al contemplar los escenarios de producción de gas para 2020 por Canacol, esperamos que el EBITDAX de la compañía se ubique alrededor de los USD 220 MMscfpd. Dicho nivel, representaría un incremento del 31,4% frente al observado en 2019.

De igual manera, como mencionamos anteriormente, el 80% de las ventas realizadas de gas natural de Canacol serán producto de los contratos *take or pay* a precio fijo. Sin embargo, en los próximos trimestres podríamos observar una presión en los precios promedio realizados de venta, en la medida en que los precios al contado sigan presentando una dinámica decreciente, fenómeno que esperamos observar en el 2T20.

6. EBITDAX Canacol



Precio realizado de venta de gas (USD/Mcf)

Informe Especial I Canacol

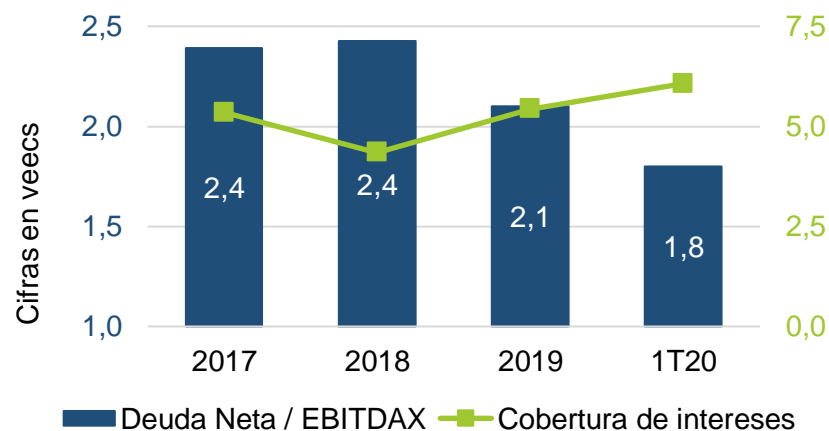
Bajo nivel de apalancamiento, factor que brinda mayor flexibilidad financiera

Destacable flexibilidad financiera: El bajo nivel de apalancamiento de Canacol (Deuda Neta / EBITDA de 1,8x a corte del 1T20) es un aspecto a destacar, dado que le brinda una valiosa flexibilidad financiera en una coyuntura que no deja de ser retardadora aún para un modelo de negocio como el de Canacol. En línea con los niveles de producción de gas para 2020 estimados por la compañía, esperan que el apalancamiento cierre el año en aproximadamente 1,3 veces, disminución que se produciría dado el repunte esperado del EBITDAX y un mayor flujo de efectivo, que a su vez le permitiría a Canacol reducir su nivel de deuda, como inicialmente había contemplado en el presupuesto de capital para 2020.

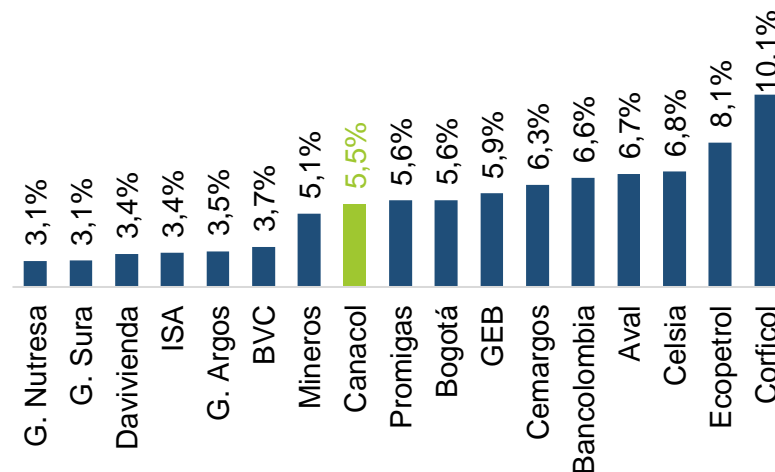
Respecto al presupuesto de capital, vale la pena mencionar su recorte de USD 114 MM a USD 108 MM, donde su foco inicial en el segmento de exploración, con un objetivo de crecer la base de reservas de la compañía se ve afectado. Esto, teniendo en cuenta retrasos y demoras en proyectos de perforación por la coyuntura, dinámica que llevó a la compañía a disminuir a 9 el número de pozos esperados a perforar desde los 12 inicialmente contemplados. De esta manera, la compañía direccionará su estrategia en los próximos meses al segmento de facilidades e infraestructura, anticipándose a la mayor producción de gas esperada.

Atractivo dividend yield: Destacamos el reciente inicio de una política de repartición de dividendos trimestral por parte de la compañía, soportado en la mayor generación de flujo de caja de en 2019. El *dividend yield* de Canacol de 5,5%, levemente inferior a la mediana de los emisores del Colcap (5,6%), es un atractivo adicional, teniendo en cuenta el contexto actual de menores tasas de interés en el mercado de renta fija.

7. Apalancamiento (Deuda Neta / EBITDAX) vs Cobertura de intereses



8. Dividend Yield Canacol vs emisores del Colcap



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Informe Especial I Canacol

Un barco capaz de navegar las aguas de la pandemia

Adicionalmente, **al tener en cuenta que Canacol registraría un impacto moderado por la coyuntura actual, esperamos que su política de distribución de dividendos permanezca estable en el 2021**, contrario a lo que sucedería con la mayoría de emisores colombianos, cuyo impacto negativo en las utilidades por el entorno retador actual, se vería reflejado en importantes disminuciones en el pago de dividendos el próximo año.

Alivios en medio de la coyuntura: Resaltamos que en medio de la coyuntura actual, **para los meses de abril, mayo y junio se ampliaron los tiempos de contratos *take or pay***, donde los compradores podrán tomar el gas durante los 12 meses posteriores. De igual manera, Canacol, **como alivio a la caja de compradores en firme que lo requieran, permitió aplazar máximo el 20% de sus volúmenes contratados para ser entregados en los últimos seis meses de 2020, con la opción de llevar a cabo los cobros en efectivo en abril, mayo o junio o en el momento de entrega.**

En ese sentido, esperamos que dichas flexibilizaciones limiten la dinámica del flujo de caja en el 2T20 de Canacol, considerando mayores necesidades de efectivo por parte de los compradores dada la actual coyuntura. No obstante, para la segunda mitad del año, esperamos se evidencien mayores fondos de operación.

En conclusión, **reafirmamos nuestra recomendación de Sobreponderar la acción de Canacol, dada la sólida posición financiera actual del emisor y su dinámica mayormente resiliente frente al difícil escenario producto de la pandemia.** No obstante, esperamos que la **presión en las ventas interrumpibles de la compañía durante lo que resta de 2020 continúe, aunque en un menor grado a la observada principalmente en los meses de marzo y abril**, gracias a la mayor reactivación económica del país. De igual manera, **consideramos que los proyectos futuros para acrecentar la capacidad de producción de la compañía soportarán su dinámica operacional y su capacidad de generación de efectivo.** No obstante, continuaremos monitoreando cualquier posible afectación en los cronogramas de entrada en operación de los proyectos de El Tesorito y del gasoducto Jobo – Medellín, ya postergados debido a la coyuntura por el COVID-19.

Por último, **dada la alta incertidumbre en la duración e impacto final de la crisis, no descartamos una flexibilización adicional en las condiciones de los contratos, lo cual podría tener un efecto negativo en el flujo de caja de la compañía.** Teniendo en cuenta lo anterior, consideramos importante monitorear las decisiones por parte del regulador y el Ministerio de Minas y Energía, dado que la menor demanda de gas, el deterioro en la cartera y los subsidios otorgados a los estratos 1, 2, 3 y 4 presionarían el flujo de efectivo de las comercializadoras.

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



| Cargo | Nombre | e-mail | Teléfono |
|--------------------------------|----------------------|--|-------------------|
| Director Análisis y Estrategia | Juan David Ballén | juan.ballen@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 22622 |
| Analista Renta Fija | Mariafernanda Pulido | maria.pulido@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 22710 |
| Analista Junior Renta Fija | Santiago Clavijo | santiago.clavijo@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 22602 |
| Practicante Renta Fija | Miguel Zapata | miguel.zapata@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 23632 |
| Gerente de Renta Variable | Omar Suarez | omar.suarez@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 22619 |
| Analista Junior Acciones | Juan Felipe D'luyz | juan.dluyz@casadebolsa.com.co | 6062100 Ext 22703 |
| Analista Junior Acciones | Sergio Segura | sergio.segura@casadebolsa.com.co | 602100 Ext 22636 |

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.