

En el 3T22 Ecopetrol logró una utilidad de COP 9,5 BN (-9,1% T/T y + 149,9% A/A), en línea con nuestra estimación de 9,6 BN (-1,0%) y la del consenso de 9,3 BN (+2,2%, de acuerdo con la encuesta a analistas realizada y publicada por Ecopetrol). Teniendo en cuenta el ruido alrededor de este emisor, junto con el hecho de que la utilidad acumulada a septiembre que asciende a 26,6 BN es la más alta de la historia, calificamos de POSITIVOS estos resultados. Los ingresos de COP 43,4 BN decrecieron 1,0% trimestral y crecieron 86,2% anual, mientras que el EBITDA de COP 21,1 BN decreció 4,8% trimestral y aumentó 103,9% anual (-2,8% por debajo de nuestra estimación), ubicando al margen EBITDA en 48,7% (-2,3 p.p. frente a nuestra estimación). Tal como lo estimamos, se acumularon COP 10 BN más en la cuenta del FEPC, con un efecto negativo en la generación de caja operacional y por consiguiente en la caja disponible. En el 2T22 y 3T22 la acumulación del saldo del FEPC supera a la utilidad acumulada de estos dos trimestres en COP 0,4 BN.

### Hechos relevantes

- Fundamentales:** En términos generales, los buenos resultados se pueden explicar por: **1)** el aumento en los volúmenes producidos (20% gas en 3T22), refinados, transportados, exportados, entre otros, que parten de la producción de 720,4 kbped (+2,3% T/T y +5,4% A/A), que superó a nuestra estimación de 714,4 kbped, evidenciando el buen resultado del mantenimiento realizado sobre Cupiagua y Apiay, así como la producción incremental del Permian en EE.UU; **2)** el hecho de que el efecto adverso de la disminución trimestral en la cotización promedio de la referencia Brent (-11,5% T/T y +37,5% A/A), ubicada en USD 100,7 por barril, fue compensado por la devaluación del peso colombiano; **3)** la mejora en los diferenciales de venta de las canastas de petróleo, gas y productos (mejora anual en USD; mejora anual y trimestral en COP); y **4)** el efecto combinado de la inflación y la tasa de cambio, el incremento en volúmenes y la disciplina en el gasto y la inversión.
- Durante el periodo, la compañía incrementó su actividad de inversión, llevándola a USD 1.135 MM (+10,6% T/T y + 35,0% A/A), registrando el máximo nivel de Capex trimestral en COP de su historia.
- Deuda:** El indicador de Deuda Bruta / EBITDA se ubicó en 1,5x, lo que evidencia una capacidad de pago adecuada. Respecto a la deuda en que se incurrió para la adquisición de ISA por USD 3.672 MM y vencimiento en 2023, luego de una emisión de bonos por USD 2.000 MM y la utilización de la facilidad de crédito con vencimiento en 2024, el saldo que vence en 2023 se ubica en USD 472 MM actualmente. De acuerdo con la compañía, estas operaciones de manejo de deuda mantienen el costo en USD dentro del rango de 4% a 5%. El comportamiento de los bonos de la compañía evidencia un deterioro preocupante, lo cual se podría evidenciar a la hora de recurrir al mercado de capitales, sin embargo, la estrategia implementada por la compañía está en recurrir al endeudamiento bancario, en reemplazo del mercado.

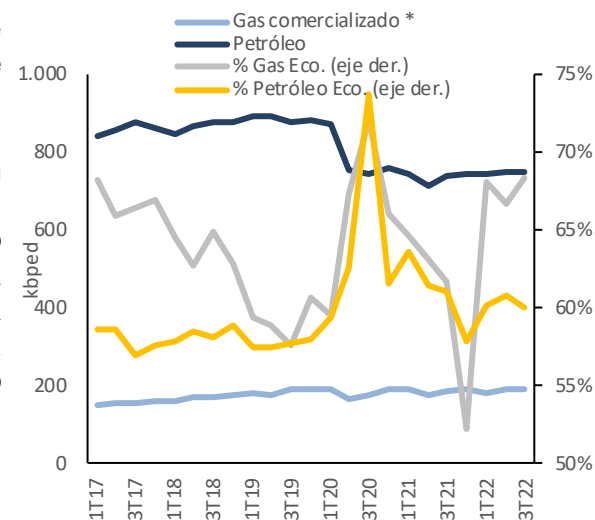
10 de noviembre de 2022



### Información especie Cifras en COP

Precio objetivo	3.600
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	98,7
Ultimo Precio	2.401
YTD (%)	-2,7%

### Gráfica 1. Producción Colombia y Part% Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol, Ministerio de minas y energía. Construcción: Corficolombiana.  
\* Producción neta de Ecopetrol sin Savia ni Equion.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Ecopetrol				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	23.333	43.885	43.438	-1,0%	86,2%
Utilidad bruta	8.827	20.807	19.003	-8,7%	115,3%
Utilidad operacional	7.102	18.608	17.222	-7,4%	142,5%
Ganancia neta consolidada	4.323	11.545	10.472	-9,3%	142,2%
Utilidad Neta Controladora	3.807	10.470	9.513	-9,1%	149,9%
EBITDA	10.371	22.211	21.142	-4,8%	103,9%
Margen EBITDA	44%	51%	49%	-190 pbs	430 pbs
Producción (kbped)	684	705	720	2,3%	5,4%

**Andrés Duarte Pérez**  
Director de Renta Variable  
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

**Reforma Tributaria:** Tomando como referencia la versión actual de la reforma tributaria, partiendo de la tasa efectiva actual del impuesto de renta de 33%, el sobrecargo de 5% (38% en total) aplicaría con cotizaciones del barril de petróleo entre USD 63 y 72; el sobrecargo de 10% (43% en total) aplicaría con cotizaciones del barril entre USD 72 y 83; el sobrecargo de 15% (48% en total) aplicaría a partir de los USD 83 por barril. A esto se le debe sumar el impacto de la no deductibilidad de los costos de producción de las regalías, que la compañía estima entre 2% y 5%, con lo que, en el peor escenario, Ecopetrol estima una tasa de impuesto de renta efectiva de 53%.

### SosTECnilidad:

- Ecopetrol busca llegar a reemplazar con hidrógeno verde el 10% del hidrógeno utilizado actualmente.
- Los precios sombra del carbono utilizados por Ecopetrol para el costeo de sus proyectos no tienen ninguna implicación a nivel de los estados financieros actualmente. Utilizan precios de USD 20 por tonelada de CO2 emitido. El impuesto al carbono actual (y esperado de la reforma) le aplica a Ecopetrol S.A. y a Reficar, pero no se trata de un monto relevante.

### Teleconferencia:

- **Ecopetrol no ve la “sobre” oferta de petróleo ruso en Asia** como un riesgo, dado que se trata de petróleos complementarios (pesado y de bajo nivel de azufre en el caso de Ecopetrol) y los países asiáticos están diversificando sus fuentes de suministro.
- **El impacto de la inflación** en los costos y la inversión la estiman entre +13% y + 17% el próximo año. Este año han logrado minimizar el efecto adverso a través de la gestión de contratos.
- **El presupuesto general de la nación 2023** contiene COP 19,1 BN para el pago del FEPC. No se descarta otro pago este año, teniendo en cuenta que pueden darse sobrantes presupuestales (recursos no ejecutados).
- **Ecopetrol reiteró que no habrá *Fracking***, por lo que está en proceso de deshacer los contratos en los que incurrió para tal fin. En cuanto a la producción de gas costa afuera, reiteró que se trata de contratos vigentes por lo que el trabajo en ese frente va a continuar. La reforma tributaria buscar no afectar la autosuficiencia de gas del país. Los hallazgos de gas costa afuera son todos en aguas profundas.
- **La posibilidad de emitir acciones** se limita a la creación de valor para todos los accionistas. La empresa reiteró que por lo pronto está realizando su fondeo de largo plazo a través de vehículos bancarios.

## Gerencia de Inversiones

### Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto  
andres.pinzon@casadebolsa.com  
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

## Análisis y Estrategia

### Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia  
juan.ballen@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

### Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija  
luis.sanchez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

### Anna María Reyes

Analista Junior Renta Fija  
diego.velasquez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

### Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable  
omar.suarez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

### Laura López Merchán

Analista Renta Variable  
laura.lopez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext: 22636

### Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable  
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00

### Angie Katherine Rojas

Analista Renta Variable  
Angie.rojas@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00

## José Julián Achury

Practicante Renta Fija  
jose.achury@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

## Mesa Distribución

### Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín  
jvelez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

## Mesa Institucional Acciones

### Alejandro Forero

Head de acciones Institucional  
alejandro.forero@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

### Katherine Prieto Pardo

Trader de acciones Institucional  
katherine.prieto@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22683

## Mesa Institucional Renta Fija

### Olga Dossman

Gerente Comercial  
Olga.dossman@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

### Adda Padilla

Gerente Comercial  
adda.padilla@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

### Luis Felipe Moreno

Gerente Comercial  
adda.padilla@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

## ADVERTENCIA

Este material no 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. Este material no 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. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.