

# El Oráculo de Ecopetrol

## Deuda del 2023 pide refinanciación



**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

**30 de agosto de 2022**

Roberto Carlos Paniagua  
**Analista Oil & Gas y Utilities**  
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

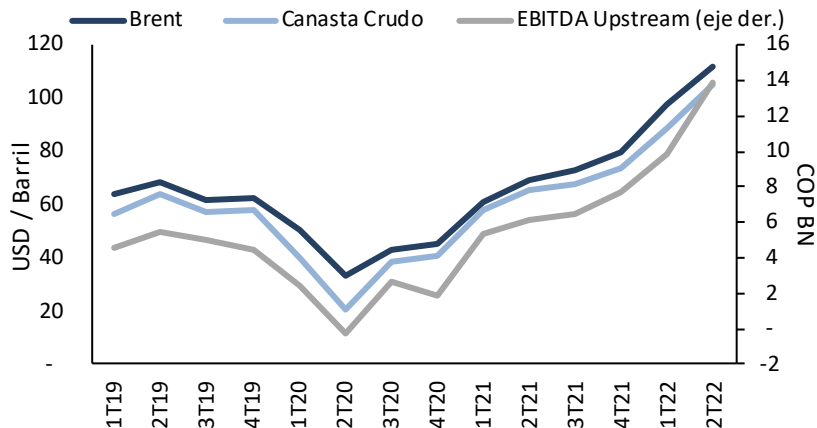
Omar Suárez  
**Gerente Estrategia Renta Variable**  
omar.suarez@casadebolsa.com.co

# El Oráculo de Ecopetrol

## Deuda del 2023 pide refinanciación

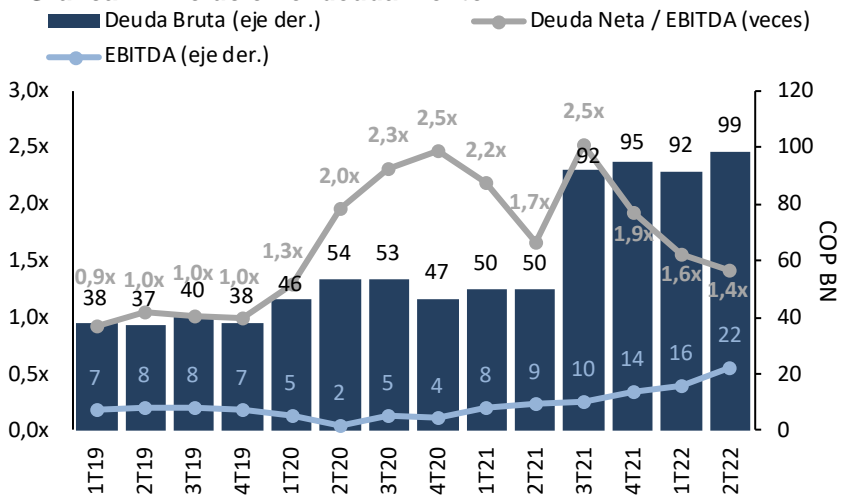


Gráfica 1. EBITDA *Upstream* vs Precio Brent



Fuente: Ecopetrol. FRED. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Gráfica 2. Evolución endeudamiento



Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Incluye ISA desde 3T21. Deuda Bruta: Préstamos de corto y largo plazo.

### Principales aspectos:

- En los últimos trimestres, el nivel de Deuda Neta / EBITDA de Ecopetrol ha estado apoyado en un EBITDA creciente, soportado en parte por el comportamiento alcista del precio del crudo.
- Con un 21,9% de su deuda con vencimiento en 2023, Ecopetrol debe buscar las mejores opciones de refinanciamiento en un escenario donde hacia 2023 pueden presentarse menores precios promedio del crudo y mayores costos de financiamiento.

La dinámica positiva que han presentado los *commodities* a nivel internacional han permitido que las compañías del sector extractivo registren cifras favorables e incluso históricas a nivel operacional en algunos casos. En el sector de hidrocarburos, el precio promedio de la referencia Brent ha registrado incrementos significativos desde finales del 2020, con una variación del 147% entre el 4T20 y el 2T22. Aterrizado a Ecopetrol, el mayor nivel promedio de la referencia Brent ha permitido un comportamiento alcista en la canasta promedio de crudo, pese a las fluctuaciones del diferencial de precios. Esto se ha traducido, en términos generales, en una mejor dinámica operacional observada en el EBITDA de la compañía, acompañado de mayores eficiencias en costos, con mayor énfasis en el segmento de *Upstream*. (Gráfica 1).

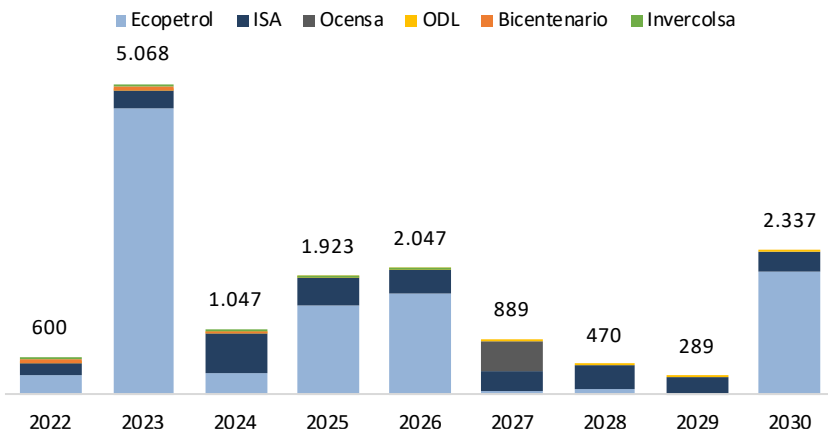
En medio de lo anterior, la compañía también ha incrementado el saldo de su deuda, especialmente desde el 3T21 tras la adquisición de ISA por USD 3,6 BN, cubierta en parte con la emisión de bonos del 2021 por USD 2 BN, con vencimiento en 2023. Tras un incremento parcial de los indicadores de endeudamiento, el mayor nivel promedio de efectivo (~ COP 12 BN en el último año frente a ~ COP 6 BN de un año atrás), y el fuerte incremento en el EBITDA consolidado, le han permitido un nivel de Deuda Neta / EBITDA inferior a 2x (Gráfica 2). **Dicho escenario podría cambiar en un futuro si se diera el caso de que la compañía mantenga saldos de deuda elevados y se presenten correcciones a la baja significativas en el precio del crudo que permeen las cifras operacionales.**

# El Oráculo de Ecopetrol

## Concentración de vencimientos en 2023

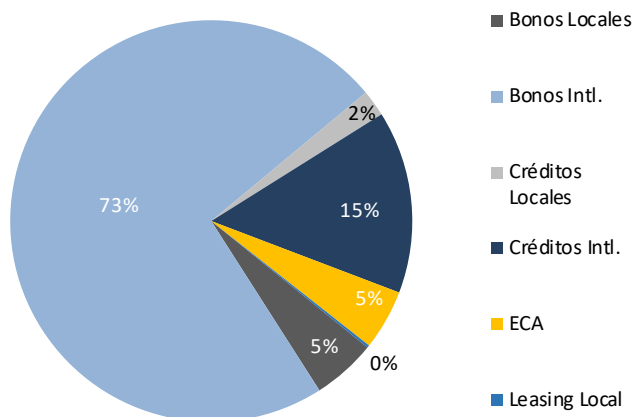


Gráfica 3. Perfil de vencimientos 2022 – 2030 (USD MM)



Fuente: Ecopetrol. No incluye préstamos intercompañía.

Gráfica 4. Composición de la Deuda



Fuente: Ecopetrol.

Uno de los temas claves se relaciona con el perfil de vencimientos de la deuda de la compañía, donde del saldo de USD 23 BN al 2T22, 24% de los vencimientos se concentran entre 2022 y 2023, con vencimientos por USD 0,6 BN y USD 5 BN respectivamente (Gráfica 3). La deuda cuenta con un plazo promedio total a nivel Grupo de 10 años y a nivel Ecopetrol de 8,6 años, con un 73% concentrada en bonos internacionales (Gráfica 4).

Al respecto, recientemente Moody's mantuvo su calificación global de Baa3 sobre Ecopetrol y su perspectiva negativa, mientras que redujo la evaluación crediticia base o BCA (por sus siglas en inglés) desde Ba1 a Ba3. Acorde a Moody's este tipo de evaluación se relaciona con el riesgo crediticio intrínseco sin considerar apoyo del Gobierno. Esta decisión se dio, entre otros factores, por el tiempo que le ha tomado a la compañía refinanciar su deuda con vencimiento en 2023 y algunos posibles cambios en las prioridades del nuevo Gobierno en el sector petrolero. Adicionalmente, la posibilidad de un menor nivel de precios del crudo hacia 2023 se reflejaría en una reducción del flujo de efectivo, sumado a otros temas que podrían repercutir en la generación de flujo de caja operativo como la evolución del saldo del FEPC, entre otros ([informe](#)).

Cabe mencionar que Ecopetrol cuenta con una línea comprometida por USD 665 MM hasta septiembre del 2023 y que ha comentado que cuenta con acceso al mercado de capitales para realizar la mejor gestión posible, esperando condiciones de mercado más adecuadas. Sin embargo, consideramos que las condiciones de altas tasas de interés e inflación serán retadoras para el refinanciamiento de deuda en el mercado de capitales.

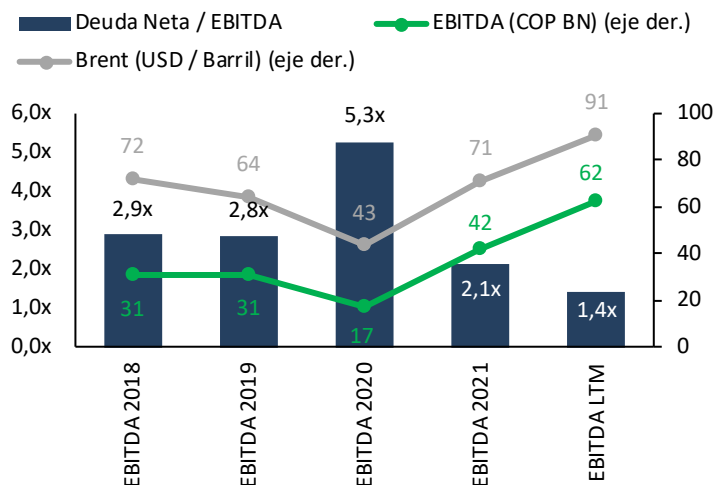
Recordamos que dentro de los vencimientos en el 2023 sobresalen bonos internacionales por USD 1,8 BN con un cupón del 5,88% y USD 1,6 BN relacionado con la adquisición de ISA con cupón de LIBOR + 0,8%. Este último esperaba ser cubierto con la emisión de acciones que no se ha presentado dado el bajo precio de mercado.

# El Oráculo de Ecopetrol

## Escenarios hipotéticos



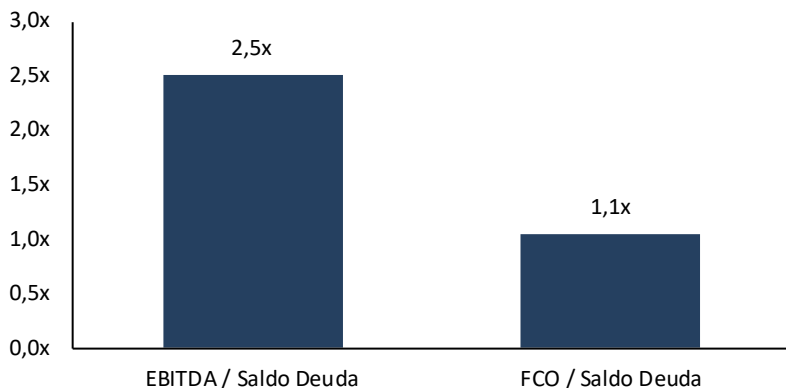
**Gráfica 5. Escenarios hipotéticos de Deuda Neta / EBITDA**



Cabe recordar que, pese a precios internacionales elevados, al 2T22 la producción total se ubicó en 704,6 kbped, aún lejos de los 741 - 773 kbped vistos en 2015, donde Ecopetrol espera llegar a niveles de producción de entre 850 y 900 kbped para 2030. Con miras al 2023, no se esperaría un repunte marcado en producción en caso de presentarse menores precios promedio del crudo, lo cual tendría un impacto en el Flujo de Caja Operacional y EBITDA de la compañía.

Tomando escenarios hipotéticos, si relacionáramos el saldo neto de la deuda al 2T22 de Ecopetrol, con el EBITDA de años anteriores, tendríamos un indicador de endeudamiento más elevado, bajo menores precios del crudo. Por ejemplo, con cifras del 2021, el indicador subiría a 2,1x, con un precio promedio del Brent de ~USD 71 / barril sin incluir eficiencias operativas adicionales (Gráfica 5). Por su parte, respecto a la capacidad de pago de la deuda del 2022 y 2023 de ~COP 25 BN, tomando en cuenta cifras al 2T22, con un EBITDA 12 meses de COP 62 BN y un Flujo de Caja Operativo (FCO) 12 meses de COP 26 BN, Ecopetrol podría cubrir el servicio conjunto de su deuda, aunque de forma ajustada considerando el FCO, con una cobertura de 1,1x, el cual refleja, por ejemplo, los retos de atrapamiento de caja derivados del FEPC. (Gráfica 6).

**Gráfica 6. Cobertura del servicio de la deuda 2022 y 2023**



### Conclusión:

En medio de una actualidad positiva para Ecopetrol enmarcada en los mayores precios del crudo, existen señales de alerta sobre las condiciones internacionales que podría enfrentar la compañía en el mediano plazo a nivel de:

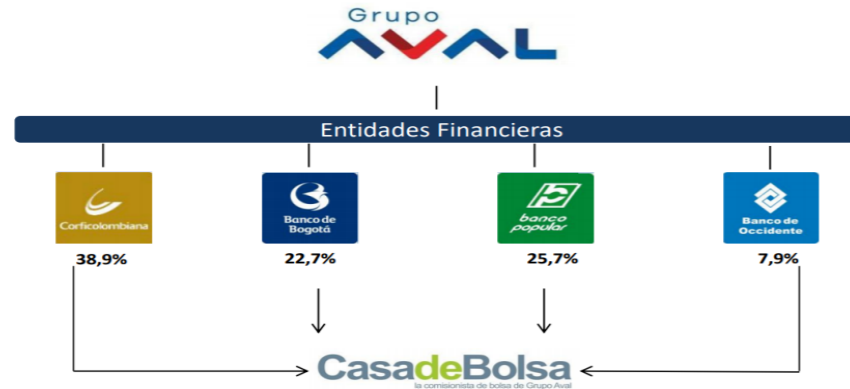
- 1) Flujo de Caja Operativo e Ingresos por menores precios internacionales del crudo.
- 2) Posibles cambios por parte del nuevo Gobierno en materia de política de contratos de exploración, yacimientos no convencionales, entre otros.

- 3) Renegociación de su deuda en un entorno de condiciones más contractivas a nivel de tasa y menos laxas en términos de liquidez, lo cual se traduciría en un mayor costo de financiamiento.

Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sánchez	<a href="mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co">luis.sanchez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Diego Velásquez	<a href="mailto:diego.velasquez@casadebolsa.com.co">diego.velasquez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	José Julián Achury	<a href="mailto:jose.achury@casadebolsa.com.co">jose.achury@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suárez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Sector Financiero	Alejandro Ardila	<a href="mailto:alejandro.ardila@casadebolsa.com.co">alejandro.ardila@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Analista Sector Consumo & Construcción	Laura López Merchán	<a href="mailto:laura.lopez@casadebolsa.com.co">laura.lopez@casadebolsa.com.co</a>	602100 Ext 22636
Analista Sector Oil & Gas y Utilities	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6021000

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.

# Advertencia

## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. 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.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y 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.

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

**Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

## **Bogotá**

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 26-45, Oficina 502

Edificio Corficolombiana

## **Medellín**

TEL (604) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 16 sur No 43A-49, Piso 12

Edificio Corficolombiana

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

*Accede a todos nuestros informes  
escaneando el siguiente código QR*



---

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.