

julio de 2024

CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



El Oráculo de Ecopetrol

El ojo puesto en Reservas y Gobierno Corporativo

Brayan Andrey Alvarez Diaz
Analista Renta Variable
Brayan.Alvarez@casadebolsa.com.co

Omar Javier Suárez Triviño
Gerente de Estrategia Renta Variable
Omar.Suarez@casadebolsa.com.co



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA





El Oráculo de Ecopetrol

El ojo puesto en Reservas y Gobierno Corporativo

Recientemente Ecopetrol ha mostrado débiles resultados financieros, reportando varios trimestres consecutivos con cifras contrayéndose, como efecto de la disminución del precio del Brent, así como, la apreciación del Peso Colombiano frente al Dólar. Sumado a lo anterior, **se tiene un deterioro en el Flujo de Caja Operativo de la compañía**, en línea con los resultados y el incremento de las Cuentas por Cobrar del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles. Por otra parte, **las reservas que al cierre del año pasado fueron las segundas más bajas desde 2019**, sólo por delante de las cifras del año 2020, **con una Vida Media de las Reservas e Índice de Reposición de Reservas con igual comportamiento**. Asimismo, frente a los comparables, es la acción que ha mostrado una mayor reducción en la correlación frente al Brent desde el 1S22, **y la que más se ha desvalorizado en el mismo periodo de tiempo**. Los anteriores factores, junto a otros relacionados a gobierno corporativo e incertidumbre jurídica y regulatoria a nivel nacional, nos hacen ser más cautos en el nombre.

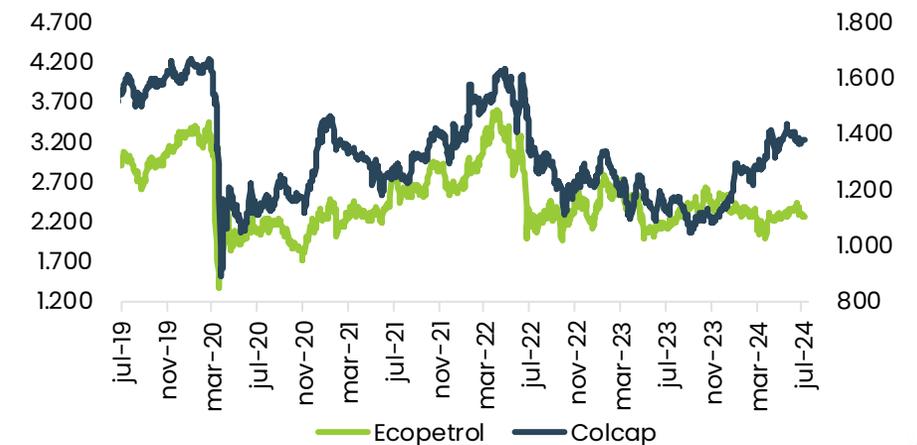
Ahora, si bien preferimos cautela en el nombre, tenemos una recomendación NEUTRAL en este, donde a pesar de que no prevemos catalizadores relevantes en el corto o mediano plazo que impulse el precio de la acción, hay cifras que nos dan un parte de tranquilidad: **1)** Los indicadores de liquidez esperamos tengan un punto de inflexión en el corto plazo apoyado de los pagos hechos por el Gobierno Nacional correspondientes al FEPC; **2)** Una Deuda Neta / EBITDA L12M que si bien ha ido incrementándose, aún se mantiene lejos del nivel para una rebaja de la calificación; **3)** Una recuperación del segmento Midstream que es el que mayores Márgenes Operacionales presenta; **4)** Factores exógenos como los conflictos en Medio Oriente y Europa que brindarían un soporte en el precio del Brent, así como, la depreciación del Peso Colombiano que podría impulsar los resultados, en línea con un mayor Grado de Apalancamiento Operativo.

Tabla1. Cifras de mercado

Precio objetivo	2.600
Recomendación	NEUTRAL
Market Cap (BN)	94,2
Último Precio	2.260
YTD (%)	-0,65%
PER	5,4x
PVL	1,36x

Gráfica 1. Ecopetrol vs. Colcap

Cifras en COP / acción (Izq.) y Puntos (Der.)



Indicadores de reservas deteriorados

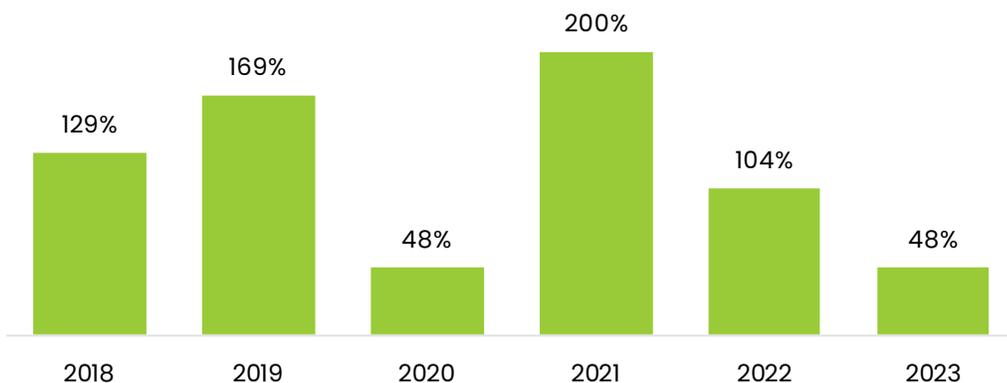
Gráfica 2. Evolución Reservas y Vida Media de Reservas

Cifras en MBPE (Eje Izq.) y Años (Eje Der)



Gráfica 3. Evolución Índice de Reposición de Reservas

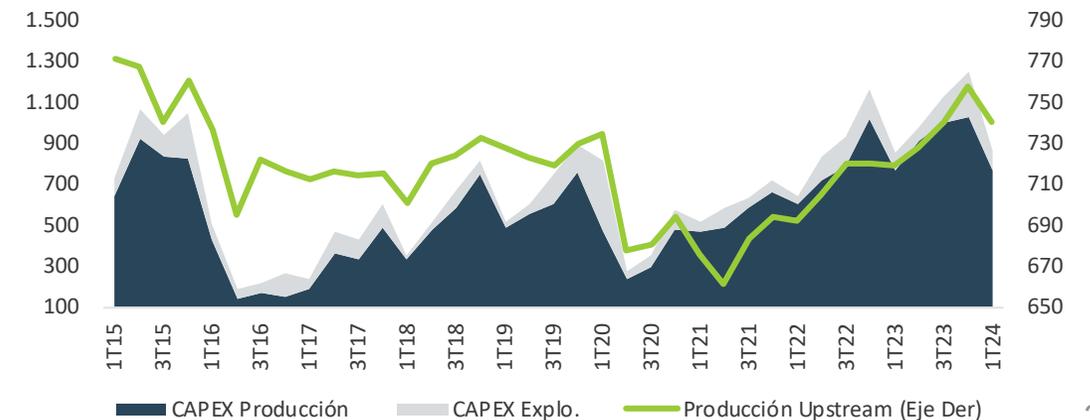
Cifras en %



- El total de Reservas cerró el 2023 en 1.883 MBPE, siendo las segundas más bajas desde 2019, sólo por delante de lo reportado en el 2020. Lo anterior también se evidencia en la Vida Media que se ubicó en 7,6 años y el Índice de Reposición en 48%.
- Así, a pesar de que en el 2023 se realizó la Inversión en Producción y Exploración más grande desde 2015, las Extensiones y Descubrimientos fueron las segundas más bajas durante este mismo periodo.
- Las Reservas Desarrolladas representaron el 76% del Total en 2023, siendo la mayor participación en los últimos 5 años.
- El Permian (operación en Estados Unidos), continúa consolidándose, cerrando el 1T23 en 84,6 Kbped, la 5ta región con mayor producción.

Gráfica 4. Evolución CAPEX Prod. y CAPEX Exp. Vs. Prod. Upstream

Cifras en USD MM (Eje Izq) y KBPE (Eje Der)

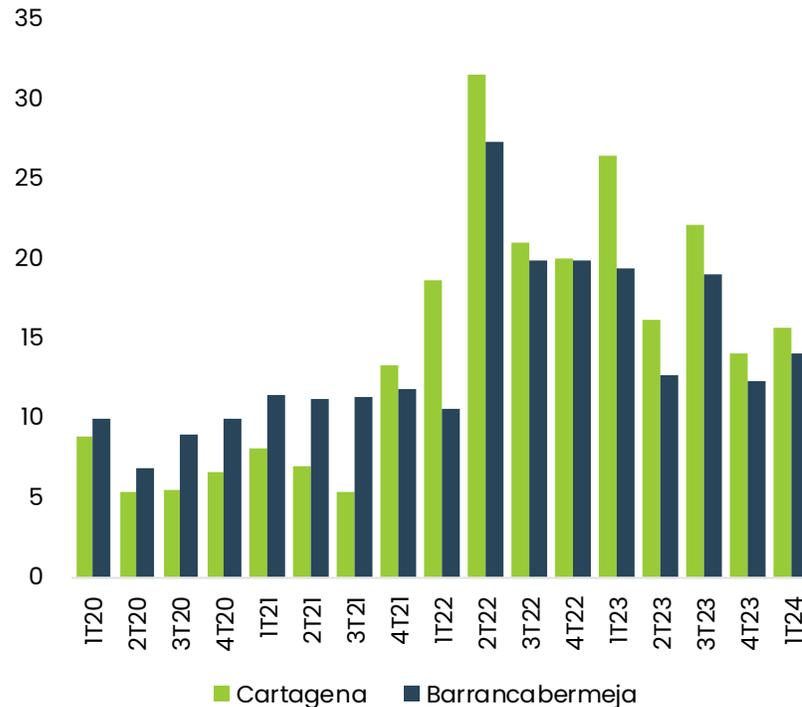


Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa SCB

Comportamiento mixto en Downstream y Midstream

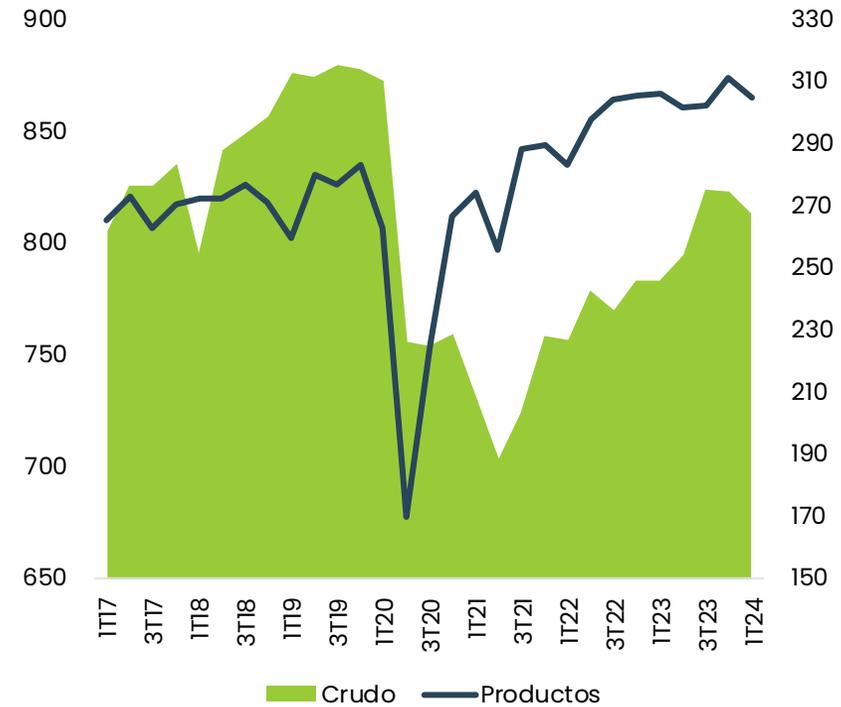
Gráfica 5. Evolución Margen Bruto Downstream

Cifras en USD/Barril



Gráfica 6. Evolución Volumen Transportado Crudo y Productos

Cifras en KBPD



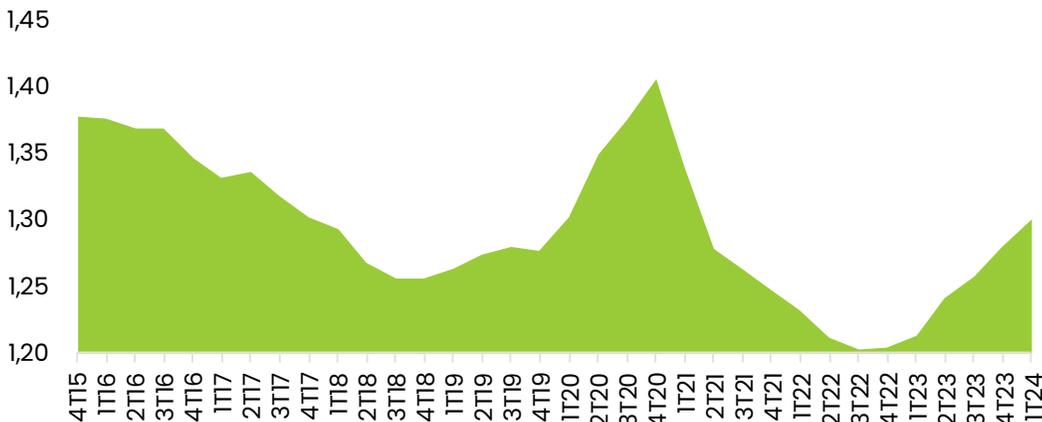
Tras los efectos negativos de la pandemia en el segmento de Midstream, donde los volúmenes transportados tuvieron la mayor contracción en el 2T20 (-19,8% A/A), estos han mostrado una recuperación significativa, pero, aún sin ubicarse en niveles prepandemia, sin embargo, se destaca el Transporte de Productos, que, si bien sólo representan poco más del 27% del Total, cerró el 4T23 un 10% por encima del cierre del año 2019. Por otra parte, en Downstream, la caída en el precio del Petróleo ha llevado a una reducción del Margen Bruto de las refinerías, no obstante, con la presencia aún de los conflictos bélicos en Medio Oriente y Europa, esperaríamos una mayor estabilidad en los resultados del segmento. Por otro lado, el Factor de Utilización de la Refinería de Cartagena ya se ubica por encima de las cifras del 2019, mientras que, Barrancabermeja sigue rezagada.

Contracción reciente de resultados, pero mostrando estabilidad de largo plazo

Los Márgenes de Rentabilidad han mostrado recientemente una contracción, en línea con la disminución del precio del Brent frente lo observado en el 2022 e inicios del 2023, además de la apreciación del Peso Colombiano. Lo anterior también repercutió en el ROE que cerró el 2023 disminuyendo 19,8 pp frente al 2022. A pesar de esto, continúa ubicándose cercano a los niveles del 2019 y 2018. Por otro lado, se tiene una tendencia alcista en los últimos 2 años del Grado de Apalancamiento Operativo*, reflejando la mayor proporción de Costos Fijos dentro del Total de Costos, mostrando una mayor sensibilidad a los cambios en las ventas, algo que podría ser más riesgoso en escenarios de desaceleración económica, mientras que, en escenarios positivos de mayores precios y/o producción permitiría una mayor dilución de Costos. Así, en el corto plazo, esperaríamos ligeros beneficios de esto dada la depreciación del COP, la poca volatilidad en los precios del Brent, así como de la proporción Canasta de Venta de Crudo frente al Brent respecto a lo que se observó entre el 2015 y 2019, junto a la expectativa de ligeros incrementos en la producción en este año.

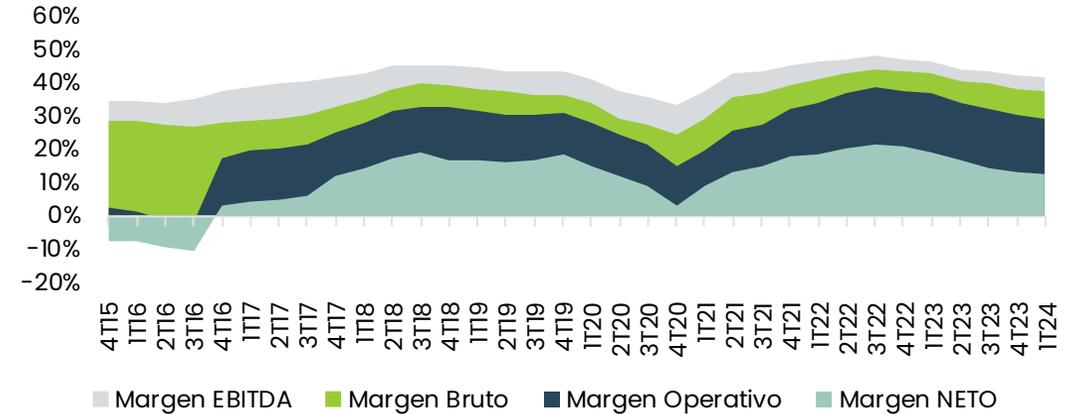
Gráfica 8. Evolución Grado de Apalancamiento Operativo

Cifras en Veces



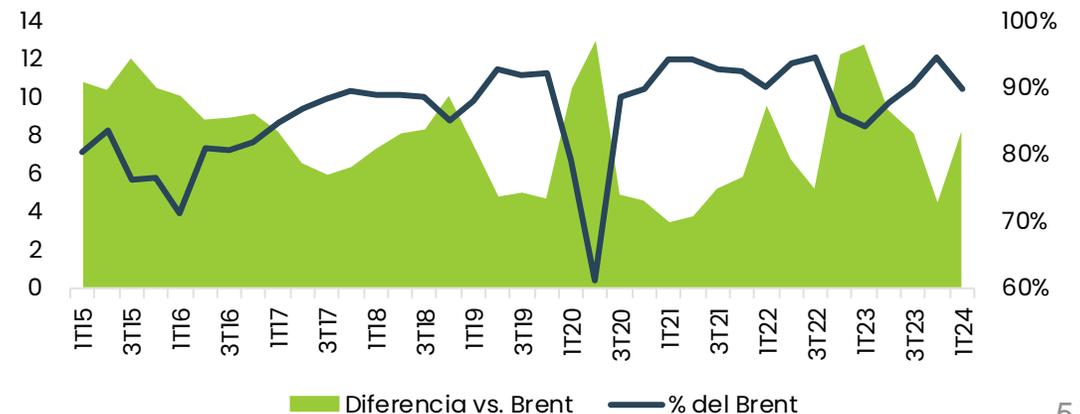
Gráfica 7. Evolución Márgenes de Rentabilidad L12M

Cifras en %



Gráfica 9. Evolución Diferencia Canasta Venta de Crudo y % vs. Brent

Cifras en USD / BL (Eje Izq.) y % (Eje Der.)

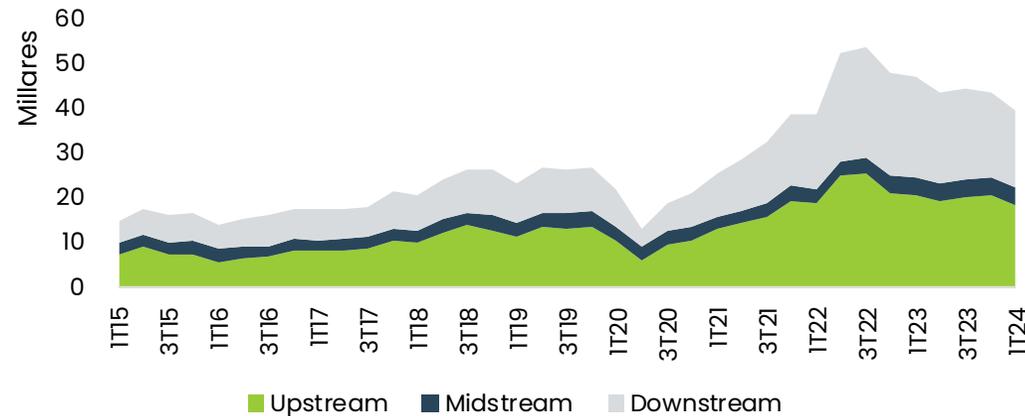


Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa SCB
*Grado de Apalancamiento Operativo = $(Ventas - Costos Variables) / (Ventas - Costos Totales)$

Downstream, aunque con menores márgenes, presenta los mayores crecimientos

Gráfica 10. Evolución Ingresos por Segmento

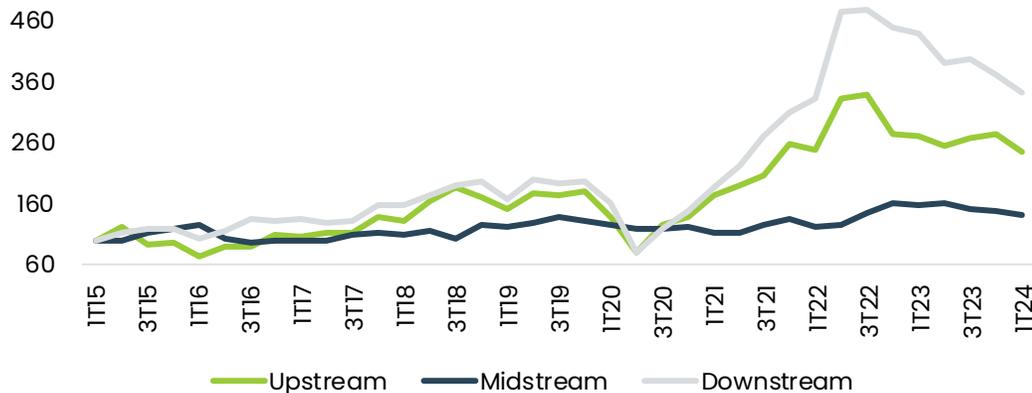
Cifras en COP mil MM



- Downstream a pesar de ser el segmento con los menores Márgenes dentro de la compañía, ha sido el que mayor crecimiento de los ingresos ha mostrado, beneficiado de la mayor carga en cada una de las Refinerías, con la de Cartagena pasando de 155,5 kbpd en el 4T19, hasta 187,9 kbpd en el 4T23, mientras que, Barrancabermeja pasó de 221,8 kbpd a 241 kbpd en este mismo periodo.

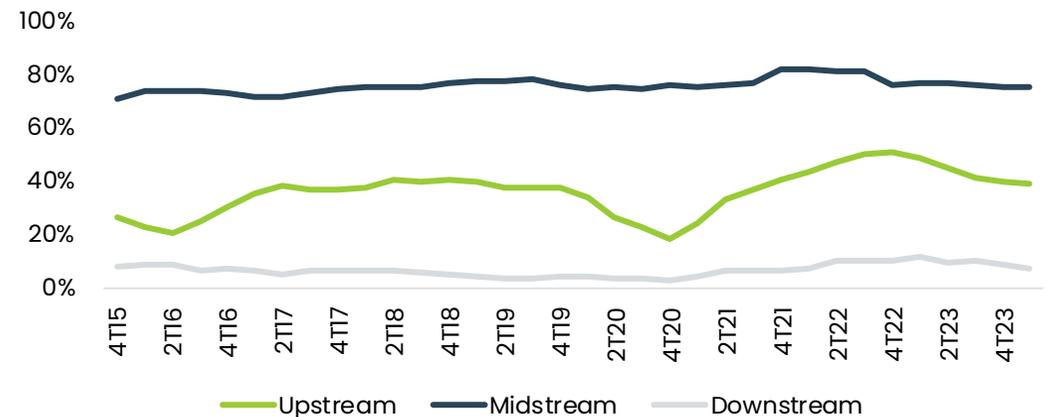
Gráfica 11. Base 100 Evolución Ingresos por Segmento

Cifras en Base 100 = 1T15



Gráfica 12. Evolución Margen EBITDA por Segmento

Cifras en %



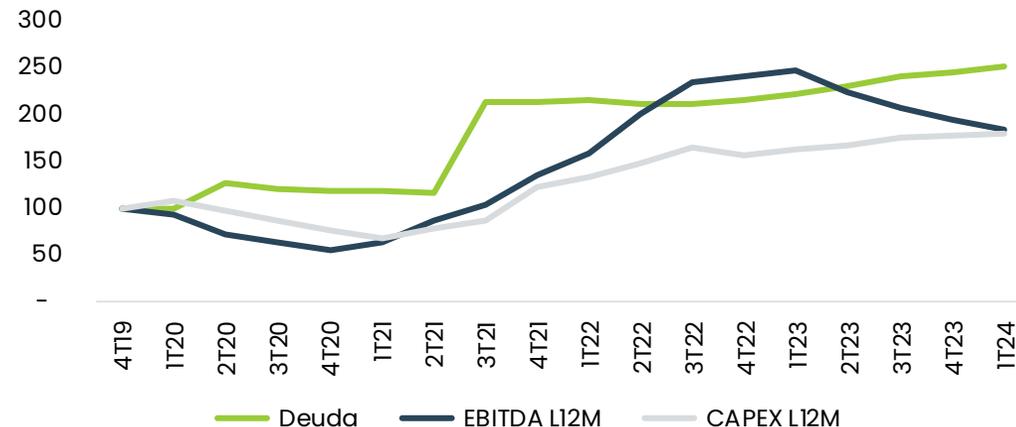
Mayor crecimiento de Deuda y Costos vs. EBITDA L12M y Canasta de Ventas de Crudo.

Una de las razones de la reciente disminución en la calificación de la compañía es, como se observa en la gráfica 14, que el crecimiento de la deuda de Ecopetrol no se ha traducido en un crecimiento equivalente en los resultados operacionales de la compañía, algo que, posiblemente continúe dada la falta de catalizadores para impulsar los resultados operativos y el plan de inversiones que tiene la compañía para los siguientes años. Del mismo modo, la excesiva repartición de dividendos en los últimos años también ha perjudicado el Flujo de Efectivo, así como su calificación. Por su parte, también se observa un crecimiento más pronunciado de los Costos de Dilución y Levantamiento, algo que en los últimos trimestres ha generado presiones sobre los márgenes.

Si bien la reciente depreciación del Peso Colombiano frente al Dólar impulsaría los ingresos, este efecto se podría ver limitado por la alta participación de los Productos Importados dentro de los Costos Variables y Totales de la Compañía, 37,8% y 27,4% respectivamente en 2023.

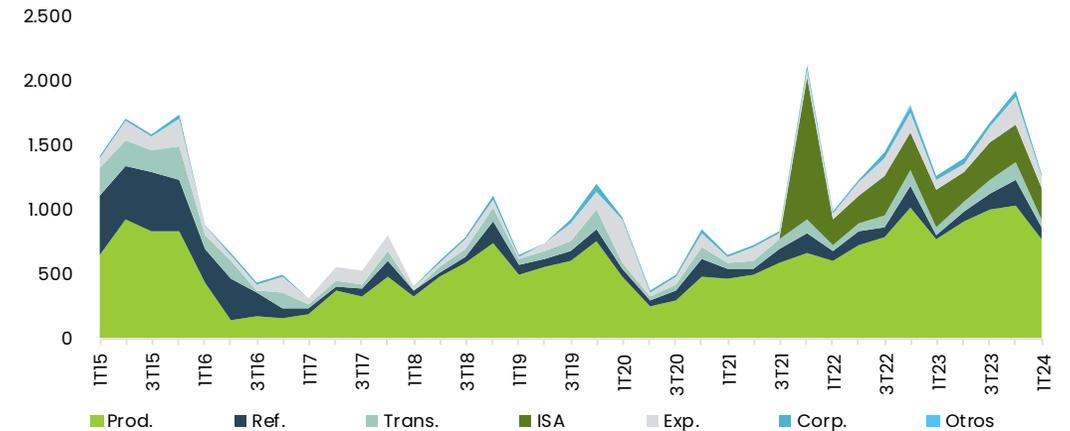
Gráfica 14. Base 100 Evolución EBITDA L12M vs. CAPEX L12M vs. Deuda

Cifras en Base 100 = 4T19



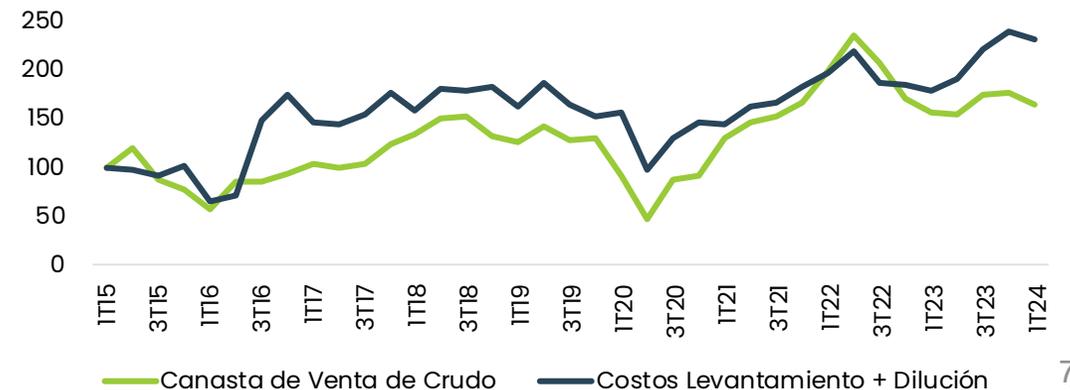
Gráfica 13. Evolución CAPEX Total por Segmento

Cifras en COP mil MM



Gráfica 15. Base 100 Evolución Canasta de Venta de Crudo vs. Costos de Levantamiento + Dilución

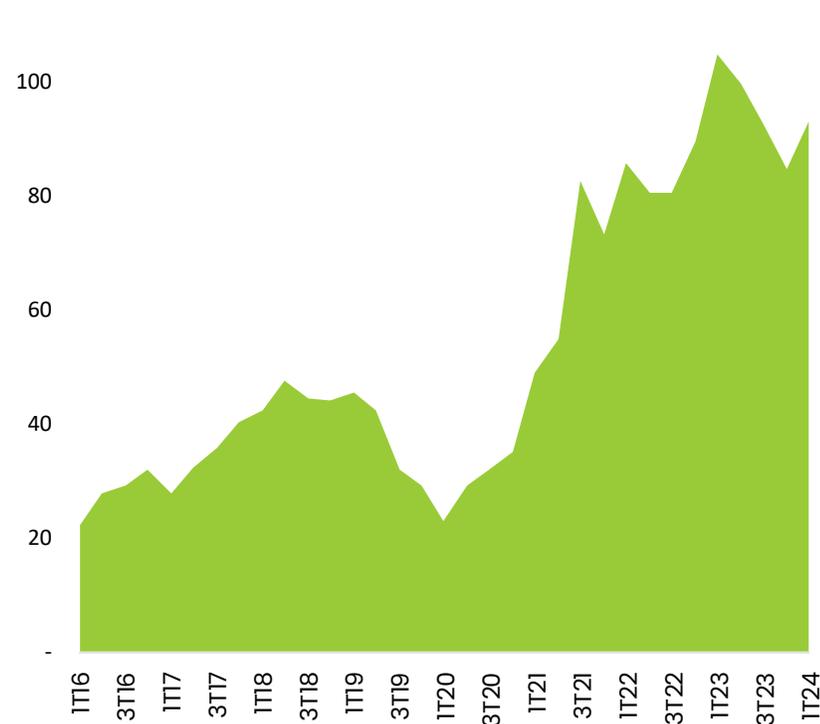
Cifras en Base 100 = 1T15



Mayores Días de CxC, uno de los factores en el deterioro en la generación de caja

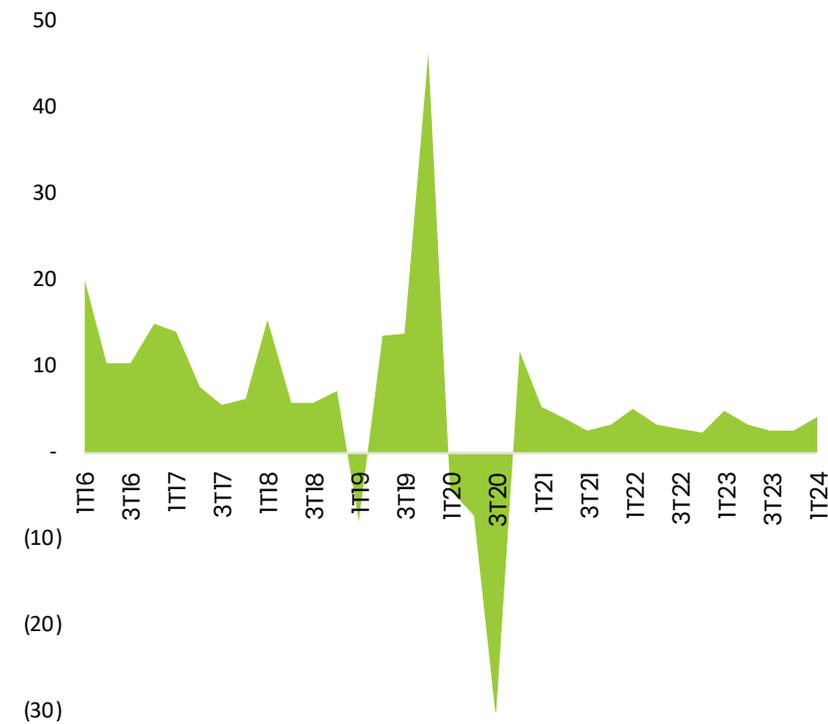
Gráfica 16. Evolución Días Cuentas por Cobrar

Cifras en Días



Gráfica 17. Evolución Palanca de Crecimiento*

Cifras en Veces



Por su parte, se ha observado un deterioro en la generación de caja de la compañía, reportando una disminución de 45% A/A del Flujo de Caja Operativo durante el año pasado, con el Efectivo y Equivalentes pasando de representar el 28% de los activos al cierre del 2021, a sólo 18% al cierre del 2023, algo que ha sido afectado, en parte, por el fuerte crecimiento de las Cuentas por Cobrar del FEPC, que pasaron de COP 7,8 BN a COP 20,5 BN en este mismo periodo, algo que esperamos comience a revertirse con los pagos recientes por parte del Gobierno Nacional. Destacamos que, a pesar de lo anterior, la Palanca de Crecimiento continúa siendo positiva (>1), permitiendo que, aunque en menores proporciones que antes, se siga generando caja a través de la operación.

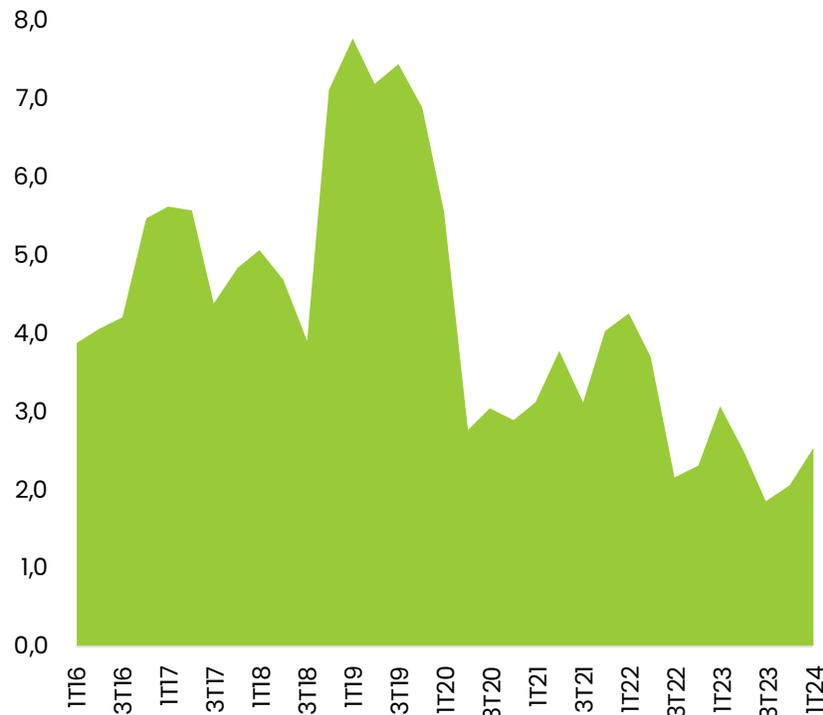
Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa SCB

*Palanca de Crecimiento = Margen EBITDA / Productividad del Capital de Trabajo. Oscar León García

Deterioro en indicadores de Liquidez, aunque manteniendo el apalancamiento controlado, algo que prevemos continúe durante 2024 y 2025

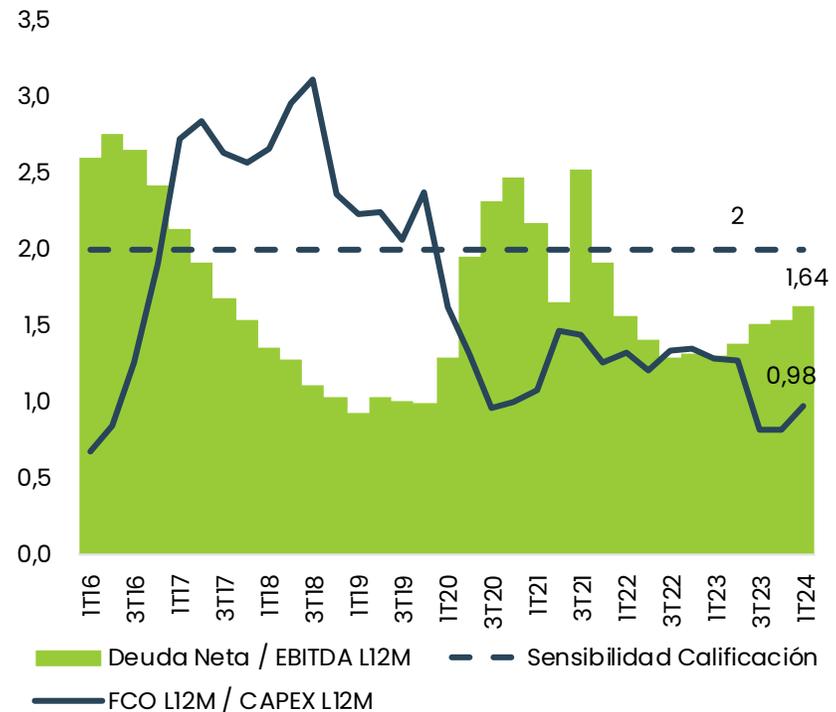
Gráfica 18. Evolución (FCO + Efectivo) / Prestamos Corrientes

Cifras en Veces



Gráfica 19. Evolución Deuda Neta / EBITDA L12M y FCO L12M / CAPEX* L12M

Cifras en Veces

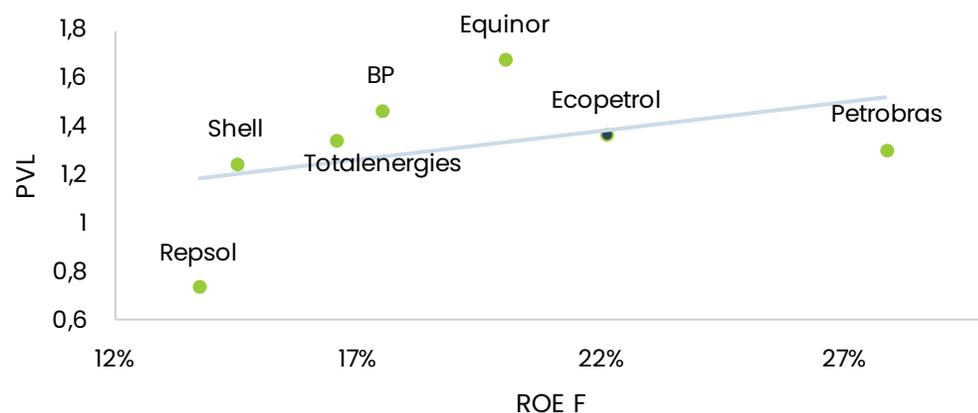


Lo anterior ha generado un deterioro en los indicadores de liquidez de la compañía, los cuales, esperamos tengan un punto de inflexión en el corto plazo con las menores Cuentas por Cobrar y mejor Flujo de Caja Operativo, mejorando así el Ciclo de Efectivo, que en el 4T23 disminuyó 7,9 días A/A, dependiendo aún de lo que pase con el subsidio al Diesel. En cuanto, al apalancamiento (Deuda Neta / EBITDA L12M), este se ha ubicado por debajo de los límites de sensibilidad para una disminución de la calificación de 2x, que, a pesar de una tendencia alcista en este indicador en los últimos trimestres, esperaríamos continúe por debajo de dicho límite durante los siguientes trimestres.

Desde Enero del 2022, la acción de Ecopetrol ha presentado un comportamiento más débil frente al de sus pares, donde, si bien no se ve sobrevalorada teniendo en cuenta sus indicadores de rentabilidad, continúa preocupando la evolución de las reservas. Por otra parte, es la acción, dentro de los comparables, que más ha disminuido su correlación frente al Brent.

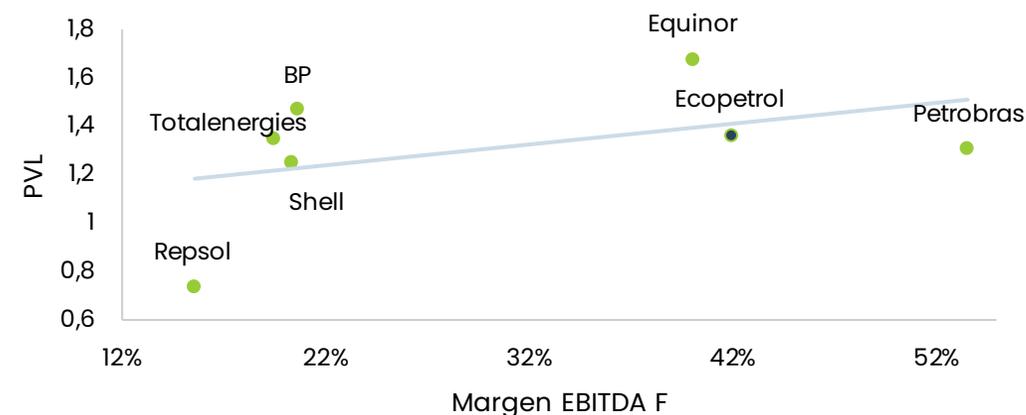
Gráfica 20. ROE Forward vs. PVL L12M

Cifras en % (Eje X) y Veces (Eje Y)



Gráfica 21. Margen EBITDA Forward vs. PVL L12M

Cifras en % (Eje X) y Veces (Eje Y)



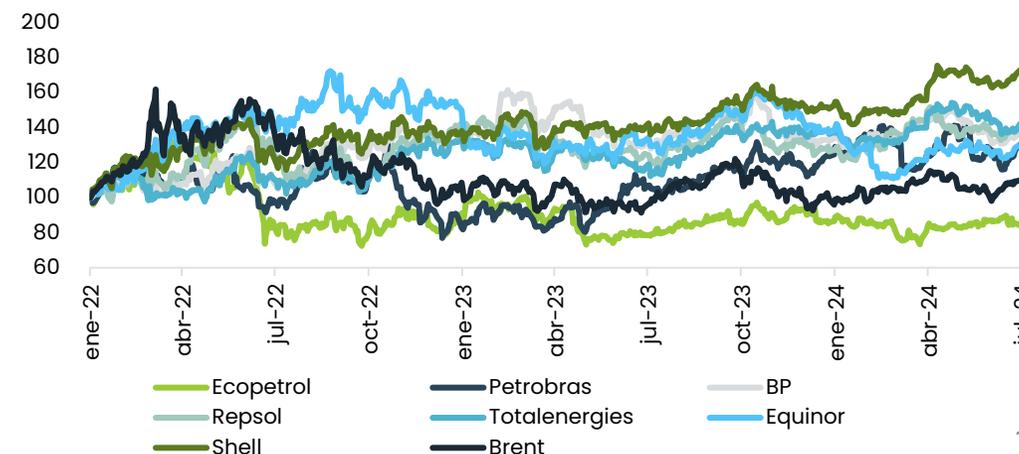
Gráfica 22. Evolución Beta comparables frente al Brent

Cifras en Número

Semestre	Ecopetrol	Petrobras	BP	Repsol	Totalenergies	Equinor	Shell
1S22	1,79	0,70	1,21	0,28	0,54	1,47	0,66
2S22	1,69	1,28	1,38	1,00	0,80	1,57	0,54
1S23	1,05	1,48	1,45	0,83	0,59	1,18	0,94
2S23	0,40	0,22	0,68	0,64	0,04	1,22	0,10
1S24	0,43	0,88	0,79	0,46	0,63	1,46	0,40

Gráfica 23. Base 100 Evolución precio por acción comparables

Cifras en Base 100 = 2/01/2022



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa. la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Juan David Ballén
Director de Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



José Julian Achury
Analista de Renta Fija
jose.achury@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22603



Nicolás Aguilera
Analista de Renta Fija
nicolas.aguilera@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22793



Angel Moreno
Practicante de Renta Fija
angel.moreno@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22793



Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



Daniel Bustamante
Analista de Renta Variable
daniel.bustamante@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



Brayan Andrey Álvarez
Analista de Renta Variable
brayan.alvarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 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.

Contáctenos

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co

Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 www.casadebolsa.com.co

Accede a todos
nuestros informes
escaneando el
siguiente código QR



Bogotá

t. (601) 606 21 00
d. Cra 13 No 26-45, Oficina
502, Edificio
Corficolombiana

Medellín

t. (604) 604 25 70
d. Cl 3 sur No 41-65, Of.
803, Edificio Banco de
Occidente

Cali

t. (602) 898 06 00
d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

Bucaramanga

t. (607) 647 07 10
d. Cra 27 No 36-14, Piso 10

Barranquilla

t. (605) 368 10 00
d. Cra 52 #74-56, Oficina 803
Torre Banco de Occidente

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.