

En el 1T23 la utilidad de Ecopetrol fue de COP 5,5 BN (-17,4% T/T y -13,9% A/A), 2,9% superior a nuestras expectativas. Durante el trimestre, el precio promedio de la referencia Brent en pesos decreció 9,5% T/T y 2,2% A/A, mientras que las ventas de 38,9 BN decrecieron 2,1% trimestralmente y aumentaron 19,7% en términos anuales, superando nuestra estimación en 10,0%. Por su parte, la producción del Grupo Empresarial se ubicó en 719,4 kbped (miles de barriles de petróleo equivalente diario, -0,1% T/T y + 3,9% A/A), apenas 0,6% por encima de nuestro cálculo, a pesar de que, en este trimestre, la producción del Permian disminuyó 3,9% T/T. Mientras tanto, el EBITDA de 17,8 BN (+11,5% T/T y +12,2% A/A) ubicó al margen en 45,9%, mejor a nuestra estimación de 44%. **Los resultados obtenidos por Ecopetrol fueron NEUTRALES**, teniendo en cuenta que, a pesar de decrecer, superaron nuestras expectativas y las expectativas del consenso de analistas, que eran más optimistas que las nuestras. **En cuanto a las expectativas luego de la videoconferencia, las ubicamos en terreno positivo.**

Hechos relevantes

- General:** Las ventas superaron ampliamente lo que se podría esperar a partir de los fundamentales (volúmenes, precios y tasa de cambio), esto se explica por el excelente comportamiento del diferencial de la canasta de productos (refinación) que se ubicó en USD 17,6/barril, disminuyendo apenas 0,4 p.p. respecto a 4T22 y aumentando 10,8 p.p. frente a 1T22. Adicionalmente, se observó una disminución trimestral en costos y gastos a lo largo del Estado de Resultados (anualmente, los costos operacionales crecieron alrededor de 27%). Asimismo, la empresa logró mejorar trimestral y anualmente la utilidad bruta, operacional y antes de impuestos. De hecho, de no ser por el incremento en la tasa efectiva del impuesto de renta explicada por la reforma tributaria, de +16,9 p.p. trimestral y +9,9 p.p. anual, ubicando la tasa efectiva en 44,5%, la utilidad de 1T23 también habría crecido anual y trimestralmente. ROACE de 17,8% también resulta notable, al compensar los mayores impuestos, el incremento del capital empleado y la inflación.
- Flujo de Caja y FEPC:** Ahora bien, la generación de caja operativa del trimestre fue apenas de COP 2,1 BN (-81,8% T/T y -45,3% A/A) afectado principalmente por el aumento en el capital de trabajo, donde la Cuenta por Cobrar del FEPC aumentó COP 7,9 BN. A pesar del bajo nivel de inversiones que coincide con la estacionalidad del primer trimestre, de no haber sido por la variación de +COP 3,5 BN en los préstamos (incremento en la deuda), la caja habría disminuido durante 1T23. La variación del efectivo respecto al anterior trimestre fue apenas de +0,6%. Volviendo al FEPC, a 1T23 el saldo se ubica en COP 34,2 BN (COP 21,6 BN serán cruzados con los dividendos que le corresponden a la Nación de los resultados obtenidos en 2022). Si bien no se ha definido la fecha en la cual se van a cruzar los dividendos con la cuenta por cobrar, ni el mecanismo para recibir el pago de los COP 5 BN restantes de 2022, la compañía no tiene dudas respecto al pago de estas obligaciones por parte del gobierno. Ecopetrol recordó que el pago puede darse vía cruce de dividendos, excedentes presupuestales y partidas extraordinarias.
- Deuda:** Además de lo mencionado respecto al neto de captaciones y pagos de préstamos observado en el flujo de caja, anotamos que mientras que el saldo de deuda por COP 116,3 BN incrementó 1,1% T/T y 27,1% anual, los indicadores de capacidad de pago mejoraron trimestral y anualmente, con la Deuda Bruta sobre EBITDA ubicándose en 1,5x y la Deuda Neta sobre EBITDA en 1,3x. Mientras tanto, el endeudamiento visto desde la estructura de capital (deuda sobre patrimonio contable) de 117% se deterioró trimestral y anualmente (+20 p.p. y +14 p.p. respectivamente).

10 de mayo de 2023

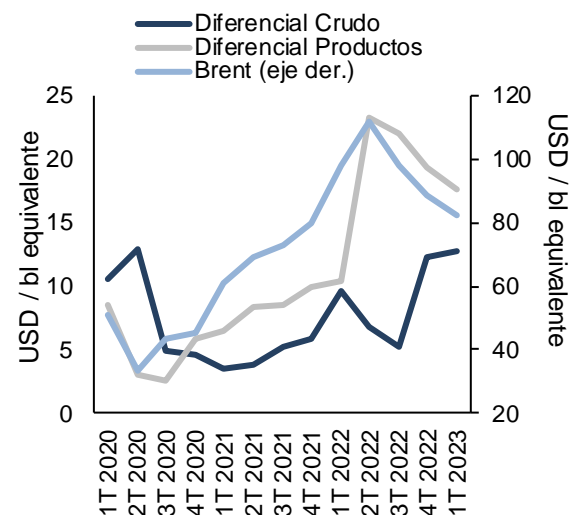


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.600
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	85,8
Ultimo Precio	2.087
YTD (%)	-13,7%
PVL	0,94
D. Yield	21,4%

Gráfica 1. Brent y Diferenciales



Fuente: Ecopetrol. Construcción: Corficolombiana.

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP mil MM	1T22	4T22	1T23	Var % T/T	Var % A/A
Producción (kbped)	692	720	719	-0,1%	4,0%
Ingresos	32.473	39.678	38.854	-2,1%	19,7%
EBITDA	15.896	15.996	17.842	11,5%	12,2%
Utilidad Neta Controladora	6.573	6.851	5.660	-17,4%	-13,9%
Margen EBITDA	49,0%	40,3%	45,9%	561 pbs	-303 pbs
Margen Neto	20,2%	17,3%	14,6%	-270 pbs	-567 pbs

Fuente: Ecopetrol.

Comportamiento de la acción: Entre el 24 de abril y el 4 de mayo de 2023 el ADR (20 acciones ordinarias por ADR) y la acción ordinaria de Ecopetrol disminuyeron 25,4% y 18,1% respectivamente (ambas mediciones en dólares). Durante el periodo de análisis, el petróleo de referencia Brent disminuyó 13,9%, impactando al ingreso directamente. Por otro lado, alrededor de 7,6 p.p. (88 centavos de dólar) de la disminución del ADR se explica por el dividendo pagado. Adicionalmente, está el ruido generado en torno a la revisión de las fórmulas del FEPC sobre el precio de la gasolina; si en 2022 se le hubiera remunerado a Ecopetrol la gasolina vendida en Colombia con el "Ingreso al Productor" promedio, este ingreso habría disminuido COP 15,7 billones (-9,9%). A lo anterior se le suma la declaración inicial del nuevo presidente de Ecopetrol en torno a que no haya más contratos de exploración nuevos, lo cual afecta directamente al valor y cantidad de flujos de caja futuros en una valoración. Finalmente, de acuerdo con la versión actual del Plan Nacional de Desarrollo, la posibilidad de reemplazar al negocio de O&G con el negocio eléctrico de Ecopetrol (que le pueda vender al sistema y no solo autoabastecerse) no está. **Se puede entender la disminución en la cotización de las acciones de la compañía teniendo en cuenta todo lo anterior. Sin embargo, creemos que las posturas anunciadas hoy por el nuevo presidente de Ecopetrol durante la videoconferencia deberían impactar favorablemente a la cotización de la acción.**

Teleconferencia:

- **Contratos nuevos:** La empresa no está cerrada frente a la firma de nuevos contratos, en línea con la postura gubernamental plasmada en el último comunicado conjunto entre los Ministerios de Hacienda, Comercio y Minas en torno a la Transición Energética Justa y Sostenible. Manifestaron que lo que se quiere es aprovechar mejor lo que ya hay con relación a los contratos de exploración (mejorar, profundizar).
- **FEPC:** Ecopetrol recordó que a la acumulación de saldos del FEPC, que esperan se desacelere, la afecta tanto la tasa de cambio, los precios internacionales y las condiciones locales (ingreso al productor). Esperan que la acumulación total en 2023 se ubique entre COP 23 y 25 BN. Finalmente, el presidente Ricardo Roa manifestó no estar de acuerdo con ninguna revisión de la formulación del FEPC que implique deteriorar las condiciones para Ecopetrol.
- **Recobro mejorado:** Ecopetrol espera que la participación del recobro mejorado se mantenga alrededor del 40% tanto en producción como en adición (reemplazo) de reservas. Asimismo, aclararon que la mayor parte de los recursos contingentes de la compañía en Colombia se relacionan con las técnicas de recobro mejorado.
- **Gas Offshore:** Según la compañía, las reservas de gas *offshore* de Ecopetrol son viables económicamente, además de ser competitivas utilizando los niveles de precio locales en Colombia (formación de precio libre, que no depende del precio de importación). Mantuvieron esta postura inclusive en caso de que Colombia cuente con suministro de gas venezolano.
- **Plan 2040:** De acuerdo con la compañía, los supuestos del plan no han cambiado. Manifestaron que los recursos con los que se contaba a partir del petróleo y gas de esquisto en Colombia serán más que compensados con los hallazgos recientes -igualmente mejores a lo esperado- de gas *offshore* colombiano. En el largo plazo mínimo 20% del EBITDA provendrá de negocios diferentes a Petróleo y Gas (O&G).
- **Refinación:** Se destaca la recuperación de carga en las refinerías, junto con la mayor participación de hidrógeno verde dentro del consumo que tiene la refinación.

- **Monómeros:** No hay interés por adquirir a esta compañía.

SosTECnibilidad:

Metano: Ecopetrol publicó su compromiso explícito en torno a la disminución de emisiones de gas metano. El objetivo es una disminución de 45% en 2025 y 55% en 2030.

- **Hidrógeno:** Estudios de factibilidad exitosos para la construcción de dos proyectos a escala industrial (60 MW de capacidad de electrólisis cada uno). En cuanto a la meta de producción de largo plazo, la meta es multiplicar por siete la producción actual, aumentando la proporción de hidrógeno verde y azul, respecto al gris actual.

- **Plan estratégico de largo plazo:** Destacamos que la empresa ratifica la intención de implementar el plan 2040 publicado hace más de un año. Adicionalmente, el presidente Ricardo Roa se comprometió a defender los intereses de todos los accionistas de la compañía.

- En la actualidad hay un proyecto de Geotermia en evaluación. Asimismo, están construyendo una planta de biomasa, si bien en nuestra opinión esta alternativa no resulta favorable para efectos de la reducción de gases efecto invernadero (GEIs por sus siglas en inglés).

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@corficolombiana.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

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

Brayan Andrey Alvarez Diaz

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

Juan Camilo Gutierrez

Juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

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.