

En 3T21 la utilidad neta de Ecopetrol se ubicó en COP 3,8 BN (+2,2% T/T y + 345% A/A), 4,8% inferior a nuestra estimación inicial. La compañía logró el segundo mejor resultado trimestral desde que reporta bajo IFRS (el máximo se obtuvo en 4T19). Las ventas de COP 23,3 BN crecieron 20,0% T/T y 89,3% A/A (0,6% inferior a nuestra estimación) y el EBITDA creció 10,0% T/T y 97,4% A/A, ubicándose en 10,4 BN (2,2% inferior a nuestras expectativas). En promedio, las estimaciones del mercado resultaron inferiores en los ingresos y EBITDA, y superiores en la utilidad. La producción total del Grupo Empresarial Ecopetrol se ubicó en 683,6 miles de barriles de petróleo equivalente diario (kbped), 0,2% inferior a nuestra estimación de 685 kbped, creciendo 3,4% T/T y 0,4% A/A. **Si bien se observó un deterioro trimestral en márgenes (bruto, operacional, neto y EBITDA), el resultado final fue POSITIVO y se explica principalmente por la evolución que ha tenido la cotización de la referencia de petróleo Brent (+6,6% T/T y +71,3% A/A en dólares; +11,0% T/T y + 76,5% A/A en pesos). Damos por descontado que 2021 va a superar la utilidad de 13,3 BN de 2013, convirtiéndose en el mejor resultado desde la adopción de IFRS.**

Hechos relevantes

- **Comportamiento de la acción:** A pesar de los resultados, durante la jornada de hoy, la acción de Ecopetrol retrocedió 2,2%, alineada con el pésimo comportamiento del mercado accionario.
- **ISA:** En un trimestre que consolidó a los resultados correspondientes de ISA, su aporte no fue determinante en el PyG consolidado de Ecopetrol, tanto por haberse incluido únicamente un mes de la operación de ISA, como por haber obtenido un resultado trimestral menor al esperado (121 mil millones frente a los 570 mil millones que estimamos), a partir de ajustes no recurrentes. En 3T21 ISA aportó COP 8 mil millones a la utilidad neta y 737 mil millones al EBITDA consolidado. **En cuanto a la valoración,** el cambio en la estructura de capital de Ecopetrol al pasar de un nivel de deuda sobre capital de 44,7% hoy a 50,4% al final del año habiendo asumido la totalidad de la deuda de ISA, resulta en un incremento de 53 pbs en el Ke y de 1 pbs en el WACC.
- **Producción, precios e ingresos:** Aunque la producción de 683,6 kbped se recuperó del impacto negativo del orden público en Colombia, se mantiene 7,0% por debajo de los 735,1 kbped logrados en 1T20, antes de que el COVID-19 afectara plenamente al mercado petrolero. La evolución de la producción, precios e ingresos, evidencian que la cotización internacional del petróleo y la devaluación del peso colombiano explican al comportamiento del ingreso (Gráfico 1). A nivel de las utilidades, su desempeño se explica por la recuperación de los márgenes luego de la pandemia, cercanos a los obtenidos durante 2018. Ecopetrol recortó su expectativa de producción promedio para 2021 de entre 690 y 700 kbped, a 680 kbped.

Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP mil MM	3T20	2T21	3T21	Var % T/T	Var % A/A
Producción (kbped)	681	661	684	3,4%	0,4%
Ingresos	12.323	19.444	23.333	20,0%	89,3%
EBITDA	5.254	8.187	10.371	26,7%	97,4%
Utilidad Neta	855	3.724	3.808	2,3%	345,4%
Margen EBITDA	42,6%	42,1%	44,4%	234 pbs	181 pbs
Margen Neto	6,9%	19,2%	16,3%	-283 pbs	938 pbs

10 de noviembre de 2021

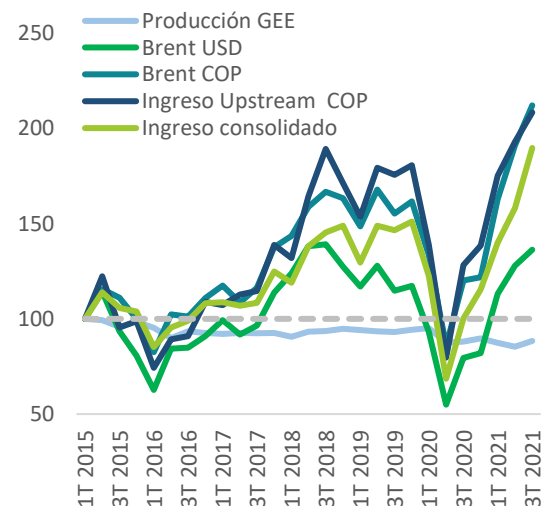


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3,240
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	120,8
Ultimo Precio	2.865
YTD (%)	30,8%

Gráfico 1. Producción, precios e ingreso normalizado base 100 (1T15)



Fuente: Ecopetrol, EIA y BanRep.
Cálculos: Corficolombiana.

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
Corficolombiana
andres.duarte@corficolombiana.com

Varios: Los gastos de exploración incrementaron en 3T21 (+349,3% T/T y +204,0% A/A), tal como los costos variables y fijos, que impactaron negativamente al margen operacional (-3,3 p.p. trimestral). Por otro lado, la cuenta por cobrar del Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles (FEPC) continuó incrementando, ubicándose en COP 7,2 BN e impactando negativamente a la situación de caja de la compañía, que se mantiene sólida. Finalmente, la provisión por impuestos de renta creció 24,1% T/T y 280% A/A, con una tasa de impuestos de renta efectiva de 34% en el trimestre. El cambio trimestral era de esperarse debido a la reforma tributaria que aplicará en Colombia desde el próximo año.

Puntos destacados de la conferencia:

- El 100% de la reciente emisión de bonos por USD 2.000 mm va a refinanciar parte de la deuda por USD 3.672 mm incurrida para la compra de ISA. Se va a mantener el apalancamiento límite de Ecopetrol e ISA en 2,5x y 4,5x respectivamente (deuda bruta / EBITDA).
- Se espera que ISA mantenga su esquema de financiación vigente, sin requerir de los recursos de Ecopetrol, aunque se podrían explorar esquemas de *Project Finance* para ISA que requieran del apoyo de Ecopetrol. Por otro lado, no se esperan ajustes significativos a las cifras de Ecopetrol en la medida en que se termine de consolidar a ISA.
- Según el CEO de Ecopetrol (Felipe Bayón), la totalidad de los proyectos de producción de gas offshore son viables económicamente con el nivel de precios internacional de gas actual. Si bien el precio interno de Colombia no se afecta por el precio de importación, su incremento incentiva la exploración y desarrollo de reservas de gas.
- La devolución del *impairment* de activos de largo plazo se hace generalmente en el cuarto trimestre. La compañía espera devoluciones en *Upstream* (Exploración y Producción), pero no en *Downstream* (Refinación).
- La compañía recordó que las labores de mantenimiento en las plantas de refinación de Cartagena y Barrancabermeja que iban a realizarse en 2020, se movieron para 2021 y 2022 a causa de la pandemia, y esto va a continuar afectando al desempeño del segmento.
- En cuanto al plan estratégico, el escenario actual asume precios para la referencia Brent de USD 45/bl en 2021 y USD 50/bl en 2022. Los precios del escenario actualizado son USD 63/bl en 2021 y USD 60/bl en 2022, lo cual sigue siendo conservador.
- Los planes de Ecopetrol en Brasil con desarrollos esperados para 2025 y 2026, junto con la expectativa de que entre el 80% y el 85% del Capex (sin ISA) continúe enfocado en Exploración y Producción, evidencian que la compañía va a mantener el foco actual durante los próximos años, independientemente de los demás desarrollos.

Sostenibilidad:

- Continúa el diseño de la estrategia de hidrógeno renovable, la cual se estima finalizar en el 4T21.
- Durante el 3T21 se reutilizaron 27.5 millones de metros cúbicos de agua (1.9 millones de barriles por día). Este valor representa un aumento del 19% con respecto al 3T20 y equivale al 73% del total de agua requerida para operar (72% acumulado en 2021).
- Durante el 3T21, Ecopetrol obtuvo la verificación de tercera parte del Inventario de Gases de Efecto Invernadero (GEI) para el periodo 2017 - 2020, por parte de la firma Ruby *Canyon Environmental, Inc.*, organización avalada por la *International Accreditation Forum* (IAF).
- Como parte de la implementación de la estrategia de descarbonización, a través de la implementación de Soluciones Naturales del Clima, se suscribió un contrato con South Pole el 06 de agosto de 2021, quien desempeñará el rol de aliado estructurador de los proyectos de Ecopetrol.
- Al cierre de septiembre, Ecopetrol entregó diésel de 13 partes por millón (ppm) en promedio para todo el país y gasolina en 77 ppm en promedio de contenido de azufre, por debajo de los niveles estipulados por el Ministerio de Minas y de Ambiente de máximo 20 ppm para el diésel y 100 ppm para gasolina.

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
maria.pulido@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

Alejandro Ardila

Analista Renta Variable
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Laura López Merchán

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

Maria José Ochoa

Practicante Renta Fija
maria.ochoa@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
alejandrorforero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

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

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.