

Downstream pondría su granito de arena en 2018

Segmento de Refinación entra en una nueva etapa



Esperamos que la finalización de la prueba global de desempeño de Reficar y una recuperación gradual en la carga de la refinería de Barrancabermeja favorezcan los resultados financieros del segmento de Downstream en el año 2018, con un impacto positivo sobre Ecopetrol. Para la refinería de Cartagena, prevemos que la producción se estabilice sobre los 140 kbeptd, lo que sumado a la consolidación del margen bruto de refinación de doble dígito y una mayor optimización operativa seguirían generando una recuperación gradual de sus resultados financieros. Por el lado de la refinería de Barrancabermeja, aunque su carga ha presentado una declinación en los 2 últimos años como consecuencia de una menor disponibilidad de crudos livianos y medianos y por operaciones de mantenimiento, esperamos una mejora gradual de este indicador durante el año 2018 (como se observó en el 4T17), de la mano de un margen de refinación bruto que permanecería sobre los USD 10/beptd. Destacamos que la estrategia de este segmento estará enfocada en alcanzar mayores eficiencias y sinergias entre ambas refinerías, lo que sumado a la optimización financiera y operativa de estas tendría un impacto positivo sobre el EBITDA y la utilidad neta del Downstream, principalmente en Reficar, favorecidos también por una mayor utilización de crudos nacionales en esta última.

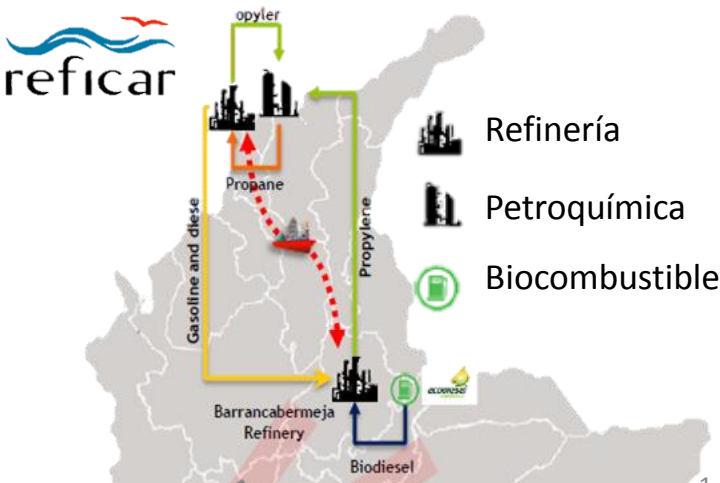
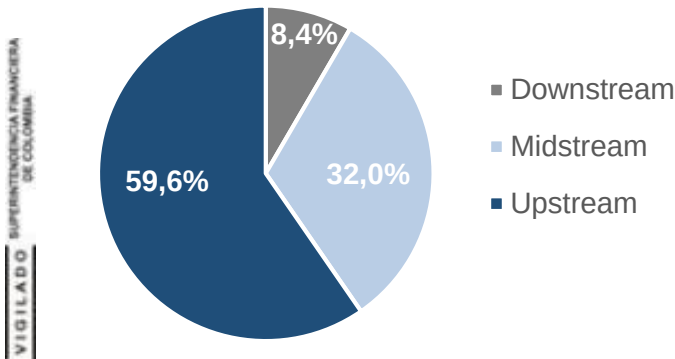
HECHOS RELEVANTES

21 de marzo de 2018

• **Downstream entra en una nueva etapa:** Con la modernización de la refinería de Cartagena, el segmento de Downstream entra en una nueva etapa de consolidación, con una estrategia enfocada en alcanzar mayores sinergias y eficiencias, además de la optimización operativa y financiera. En 2018 se empezarán a observar los beneficios de contar con dos refinerías complementarias, una ubicada en el centro del país (Barrancabermeja) y la otra en la Costa Atlántica (Reficar) con capacidad de lograr eficiencias en la compra y mezclas de crudos, producción de combustibles y exportaciones. De igual manera, se prevé una operación estable de la nueva refinería de Cartagena, que según la petrolera estaría en condiciones de ser autosostenible financieramente, fondear sus propias inversiones y generar beneficios, además de verse favorecida por la capitalización de Ecopetrol por USD 2.666 millones, con un impacto positivo sobre la utilidad neta.

• **Reficar le da su espaldarazo al Downstream:** El segmento de Refinación ha venido ganando protagonismo en los últimos años, pasando de aportar un EBITDA negativo en el 2013 a una participación de 8,4% del EBITDA total en el año 2017. A pesar de que la carga de la refinería de Barrancabermeja ha mostrado un comportamiento bajista en los últimos 2 años, en el 4T17 se presentó una recuperación notable. Por otro lado, la finalización de la prueba global de desempeño de Reficar generaría un impacto positivo sobre el EBITDA del Downstream en por lo menos COP 500.000 MM (en línea con Ecopetrol).

1. Participación EBITDA según segmentos (CdB) 2. Refinerías en la Costa Atlántica y Centro del país



Capacidad de Downstream alcanza 400 kbepd

Reficar brilla por su posición estratégica



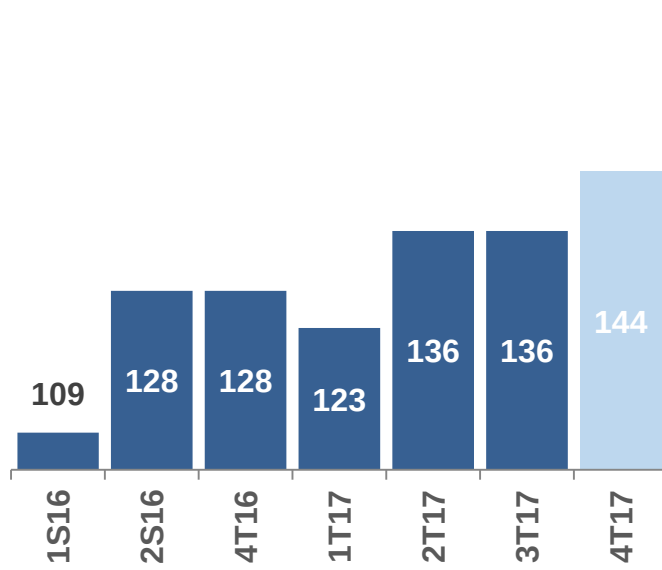
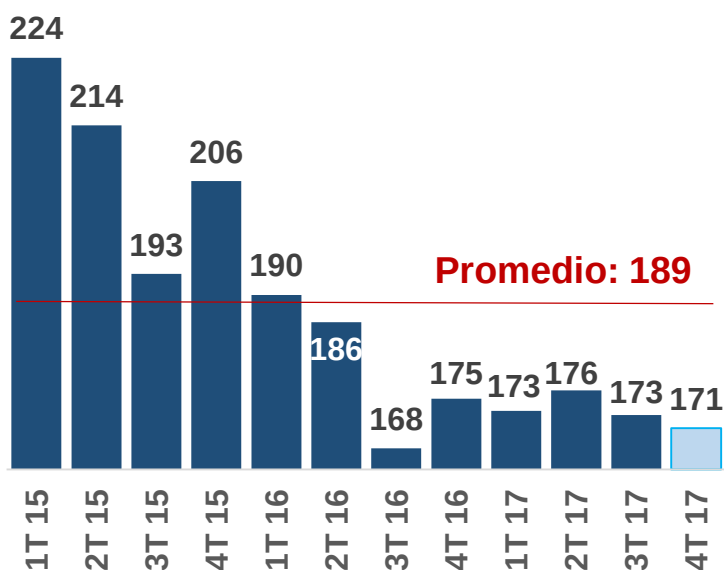
• **Capacidad del Downstream alcanza 400 kbepd:** Con la modernización y estabilización de la refinería de Cartagena, el segmento de Refinación alcanzó una capacidad de carga de 400 kbepd. De esta manera, la capacidad de Reficar aumentó de 80 a 150 kbepd, mientras que Barrancabermeja permanece con una capacidad de 250 kbepd.

• **Reficar aumenta producción y Barrancabermeja lucha por mantenerse sobre los 200 kbepd:** Con el encendido y la finalización de las pruebas individuales de las 34 unidades, la producción de Reficar ha venido aumentando paulatinamente a alrededor de 144 kbepd, acercándose a su capacidad máxima de 150 kbepd. De esta manera, esperamos que la producción se consolide sobre los 140 kbepd en el año 2018. Por otro lado, la refinería de Barrancabermeja ha registrado una contracción importante en su producción desde el año 2016 como consecuencia de la menor disponibilidad de crudos livianos y medianos y operaciones de mantenimiento, pasando de 230 kbepd en el 4T15 a 202 kbepd en el 3T17. Sin embargo, la petrolera ha señalado que buscará aumentar el abastecimiento de este tipo de crudos con el objetivo de alcanzar una recuperación gradual en la producción de la refinería, que en el 4T17 ya muestra un incremento importante del 10,9% T/T a 224 kbepd, aspecto a monitorear en el 2018 para medir su sostenibilidad. Es importante destacar que el segmento de Downstream alcanzó la carga más alta en su historia en el 4T17 (346 kbepd).

• **Reficar brilla por su posición estratégica:** Aunque la refinería de Cartagena ha venido aumentando la dieta de crudos nacionales, pasando de una participación del 43% en 4T16 a alrededor del 66% actualmente, las importaciones siguen jugando un papel fundamental para maximizar su valor, tratando de aprovechar de manera óptima la capacidad de la refinería, donde se busca abastecer el mercado local (principalmente el norte del país) y exportar el excedente a los mercados internacionales, tomando ventaja de su ubicación geográfica estratégica en el caribe colombiano. De esta manera, la dieta de crudos de Reficar se concentra en 55% crudos pesados y 45% crudos medianos.

3. Producción crudos medianos kbpd (CdB)

4. Producción Histórica Reficar kbpd (CdB)



Mejora del margen de refinación en Reficar

Barrancabermeja refina 100% de crudos nacionales



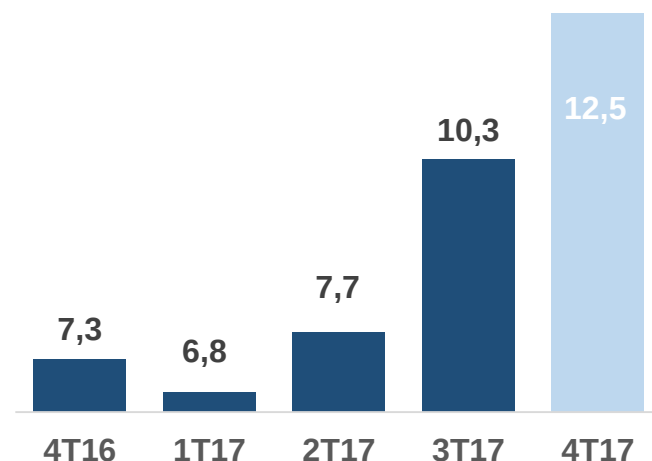
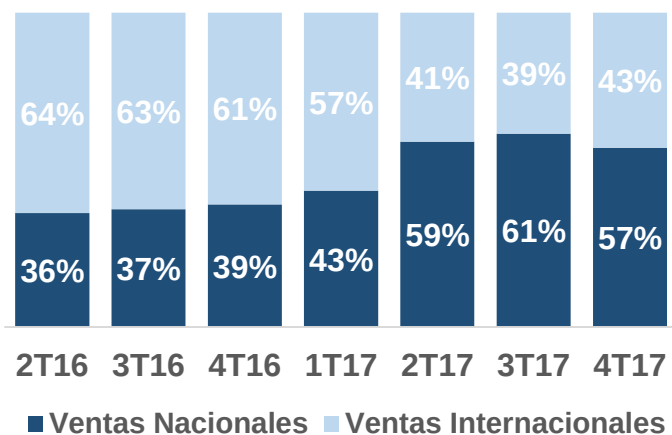
• **Barrancabermeja refina 100% de crudos nacionales:** La refinería de Barrancabermeja utiliza el 100% de crudos nacionales para su producción dada su cercanía estratégica con algunos de los principales campos de Ecopetrol, lo que permite reducir significativamente los costos de transporte. De igual manera, su ubicación geográfica en el centro del país le permite abastecer de manera efectiva las principales ciudades en esta región, incluida Bogotá. La canasta que utiliza como materia prima está compuesta por 50% crudo pesado, 40% crudo mediano y 10% crudo ligero. Hay que destacar que los productos de Reficar están más concentrados en destilados y gasolinas que los de Barrancabermeja.

• **Índice de conversión de Barrancabermeja mejora, mientras Reficar se acerca al 100%:** Destacamos que el índice de conversión de la refinería de Barrancabermeja ha mostrado una mejora gradual en los últimos años, pasando de 71% en 2014 a 82,5% en los primeros 9 meses del 2017, alcanzando su tasa potencial teniendo en cuenta que es una refinería de conversión media (con una conversión potencial alrededor del 80%). Por otro lado, la modernización de Reficar ha permitido que su tasa de conversión se ubique por encima del 95% gracias a su avanzada y tecnológica infraestructura de conversión profunda.

• **Margen de refinación bruto estable en Barrancabermeja, pero creciente en Reficar:** El margen de refinación bruto de Barrancabermeja ha permanecido estable alrededor de USD 14/bepd en el 2016 y 2017, comportamiento que esperamos que continúe en el año 2018, lo cual dependerá en gran medida de las condiciones del mercado internacional. Sin embargo, es importante monitorear la reciente disminución de dicho margen en el 4T17 a USD 12,5/bepd, generado por un incremento en el costo de la canasta de crudo, el cual no estuvo compensado por un aumento en el precio de los productos. Por el lado de Reficar, destacamos que ha registrado una mejora gradual en su margen de refinación, pasando de USD 6,8/bepd en el 1T17 a USD 12,5/bepd en el 4T17, este desempeño positivo que estuvo favorecido por: **1)** La estabilización de la refinería; **2)** Optimización de la dieta con mayor participación de crudos nacionales; y **3)** Mejores precios de venta. Esperamos que este indicador continúe mostrando buen desempeño de la mano de la optimización en la canasta de crudos y productos, consolidándose en un margen de doble dígito durante el año 2018.

5. Ventas Nacionales vs Internacionales Reficar (CdB)

6. Margen de Refinación Reficar (usd / bepd)



EBITDA de Reficar ganaría protagonismo

Modernización impulsa producción de diésel

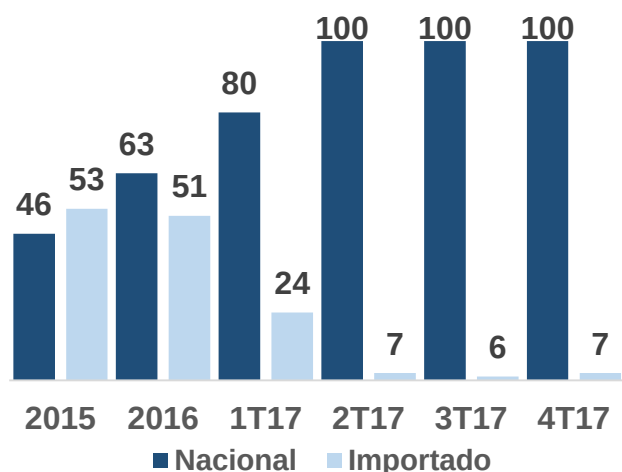


• **Estabilización de la refinería de Cartagena impulsa la producción de diésel:** Como consecuencia de la modernización de Reficar, la producción de diésel ha venido repuntando en los últimos trimestres, reemplazando gradualmente las importaciones de dicho producto. De esta manera, mientras en el 2015 el 53% de las ventas domésticas de diésel por parte de Ecopetrol provenían de importaciones, en el 2017 esta cifra se ha reducido a alrededor de tan solo 5%, generando un impacto positivo sobre el margen bruto. Esperamos que la petrolera siga abasteciendo la demanda nacional de diésel con productos refinados locales.

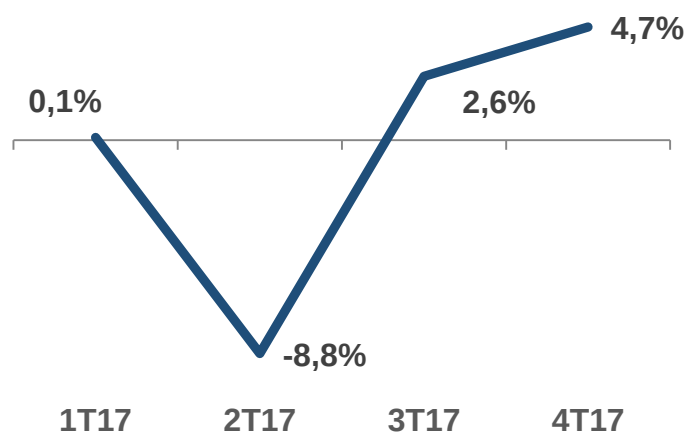
• **Ingresos se ponen en forma:** Los ingresos por ventas del segmento de Downstream presentaron un buen comportamiento durante el año 2017, con un crecimiento de 15,4% A/A, impulsados en gran medida por: **1) Precios internacionales favorables para las refinerías, especialmente Reficar; 2) Incremento en la producción de Reficar y 3) Mayores rendimientos de productos valiosos como el diésel y la gasolina.** Esperamos que los ingresos del segmento de Downstream continúen mostrando una buena dinámica, de la mano de la optimización operativa y financiera de Reficar y una recuperación gradual de la carga en la refinería de Barrancabermeja en el 2018 vs 2017.

• **Recuperación de márgenes de Reficar en camino:** El margen bruto y margen EBITDA de la Refinería de Cartagena han presentado una recuperación importante a partir del segundo semestre del año 2017 como consecuencia de la estabilización de las 34 unidades, alcanzando un margen de 4,2% y 4,7% respectivamente en el 4T17. Esperamos que con la finalización de la prueba global de desempeño en el último trimestre del 2017, los márgenes continúen mostrando una recuperación gradual en el año 2018, favorecidos por una mayor optimización operacional y menores gastos de arranque y estabilización. En este sentido, destacamos que el EBITDA y la utilidad neta de Reficar se ubicaron en terreno positivo en el 2017, marcando un cambio de rumbo frente a lo observado en años anteriores, donde una menor tasa efectiva de impuestos y la reducción en los gastos financieros (favorecidos por capitalización de Ecopetrol y menores tasas de interés) jugarán un papel clave en el desempeño neto del año 2018.

7. Histórico Producción Diésel kbpd (CdB)



8. Margen Bruto de Reficar (CdB)



Estrategia busca optimización operacional

Compañía flexible a los nuevos desafíos del mercado

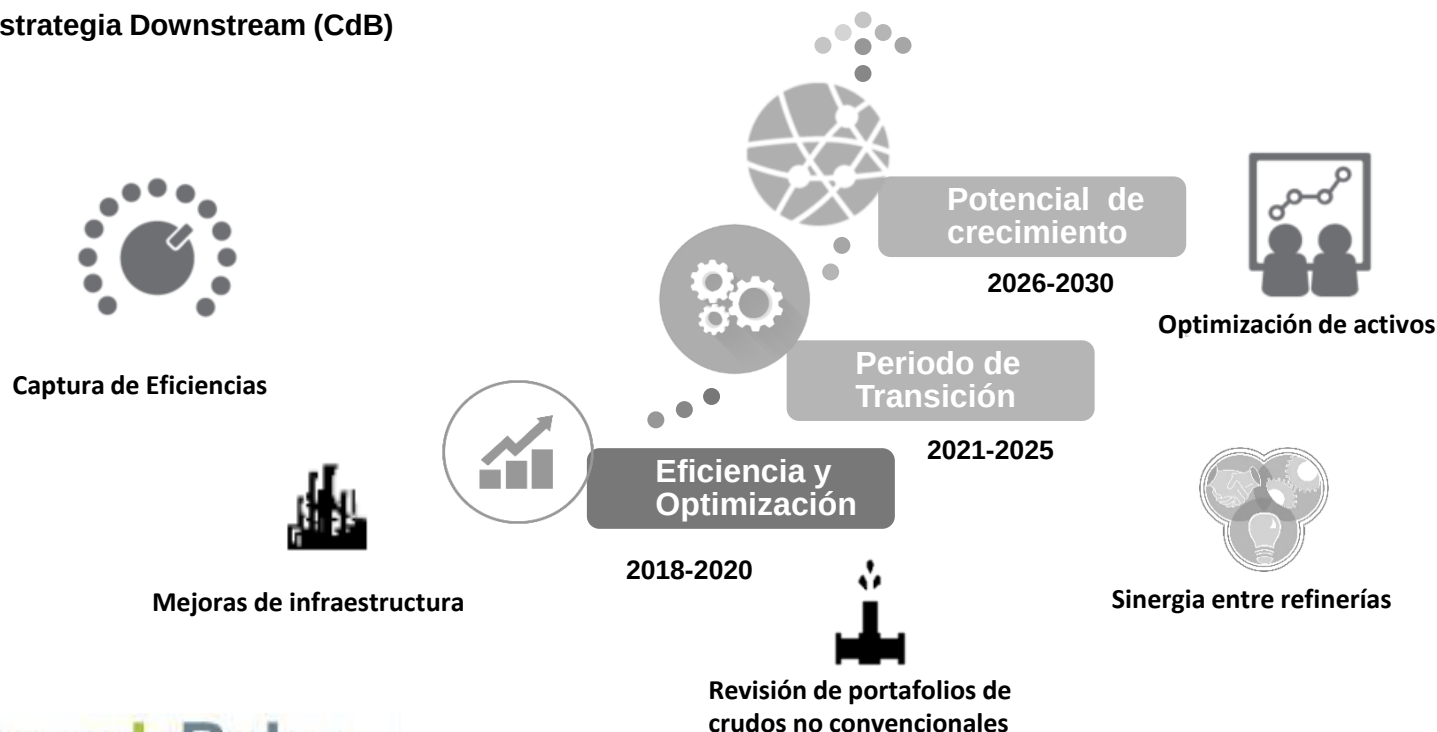


• **EBITDA de Reficar ganaría protagonismo:** Destacamos que en el 2017 el EBITDA del Downstream fue de COP 1.94 billones, donde resaltamos que Reficar no registraba un EBITDA positivo desde el año 2011. De esta manera, el EBITDA del segmento de Refinación y Petroquímica representó el 8,4% del consolidado de Ecopetrol. Para el año 2018 la petrolera espera que la Refinería de Cartagena genere un EBITDA de por lo menos COP 500 mil millones (en línea con nuestras expectativas), un aporte importante para el resultado operacional del segmento, el cual ganaría protagonismo en el EBITDA consolidado del año 2018. Consideramos como positivo el hecho de que la compañía fortalezca el segmento de Downstream, dado que le permite a Ecopetrol una mayor diversificación de sus negocios y una menor dependencia del segmento de Producción & Exploración.

• **Ecopetrol estrena a Bioenergy:** Bioenergy finalizó su proceso de construcción durante 2017, iniciando la fase de operación comercial en abril del mismo año y actualmente se encuentra en etapa de estabilización. Durante 2017 alcanzó una producción de 36 millones de litros de etanol que fueron destinados para abastecer el mercado doméstico de gasolina.

• **Estrategia de Downstream de Corto Plazo enfocada en la optimización operacional:** La estrategia del segmento de Refinación & Petroquímica se enfocará en el corto plazo en la optimización operacional, esfuerzos para alcanzar mayores eficiencias y la captura de sinergias entre las 2 refinerías. En el mediano plazo la compañía plantea un periodo de transición hacia especificaciones más estrictas de combustibles y capturar oportunidades en medio de un mercado petrolero cambiante y con grandes desafíos, que incluye ajustes progresivos en la calidad de los combustibles y la revisión de crudos no convencionales en el portafolio de crudos. En el largo plazo (2026-2030), la compañía se enfocará en el desarrollo de proyectos de infraestructura claves para poder afrontar los nuevos retos y cambios para el sector.

Estrategia Downstream (CdB)



Contactos

Casa de Bolsa SCB, la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon
Director de Inversiones
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén
Director de Investigaciones
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Angela Pinzón
Analista de Renta Fija
Angela.pinzon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

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

Lina Cuéllar
Analista de Renta Fija
lina.cuellar@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Raúl Moreno
Practicante
Raul.moreno@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Mesa Institucional

Alejandro Forero
Head de acciones Institucional
alejandro.forero@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

Enrique Fernando Cobos
Gerente Mesa Institucional
enrique.cobos@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Ivette Cepeda
Gerente Comercial
i.cepeda@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Distribución

Ricardo Herrera
Vicepresidente Comercial
ricardo.herrera@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

Guillermo A. Magdalena Buitrago
Gerente Comercial Cali
gmagdalena@casadebolsa.com.co
Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

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

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

Inversiones

Carlos E. Castro Leal
Gerente Fondos de Inversión Colectiva
ccastro@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22641

Diana Serna
Gerente APTs
diana.serna@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22772

Oscar Mauricio López
Gerente Mercados Globales
oscar.lopez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22972

Andrés Angarita
Gerente Divisas y Derivados
andres.angarita@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22726

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. 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.