

Consideramos los resultados financieros del Segmento de UPSTREAM del 1T18 como POSITIVOS. El segmento de Producción & Exploración presentó un buen comportamiento operacional gracias al importante repunte en el precio del petróleo y la continua optimización en su estructura de costos y gastos. A pesar de que la producción de sus 4 principales campos (Rubiales, Castilla, Chichimene y Cupiagua) presentaron una contracción en comparación anual y trimestral y que el diferencial de la canasta se redujo frente al 4T17, el margen EBITDA alcanzó su mayor nivel en 4 años (desde el 2T14), favorecido en parte por menores costos en fletes y muelles asociados a la reducción en las importaciones de crudo y refinados, y la eliminación del impuesto a la riqueza. De igual manera, es importante destacar que la relevante disminución en los costos de dilución (-14% A/A) muestran el éxito de su estrategia de reducir la utilización de diluyentes gracias al transporte de crudos de mayor viscosidad. Por último, hay que resaltar el buen desempeño de la utilidad neta, impulsada por una caída en los gastos financieros (gracias al prepago de la deuda y costos financieros más bajos) y una menor tasa efectiva de impuestos.

HECHOS RELEVANTES

9 de mayo de 2018

• **Principales pozos reducen su producción:** Durante el primer trimestre la producción presentó una disminución importante (-1,5% A/A y -2,3% T/T), donde los 4 principales campos mostraron una contracción tanto en comparación anual como trimestral (Rubiales, Castilla, Chichimene y Cupiagua), compensado parcialmente por Cusiana y Piedemonte. Destacamos que la producción se vio impactada por el cierre temporal de los campos Castilla, Chichimene y CPO por problemas de orden público, sumado al limitado cupo de vertimientos de agua de campo Rubiales por los bajos niveles del río Caño Rubiales. Ecopetrol comentó que la producción se ha recuperado de manera paulatina, alcanzando 715 kbepd al cierre de marzo, nivel que esperamos que continúe en los próximos trimestres de la mano del continuo desarrollo y expansión del recobro mejorado.

• **Ingresos afectados por menor diferencial de la canasta y reducción de la producción:** Aunque el repunte en el precio del petróleo generó un incremento anual de los ingresos del Upstream en 23% A/A, estos mostraron una contracción en comparación trimestral (-5% T/T), explicado por una reducción en la producción (-16 bepd vs 4T17) y un deterioro en el diferencial de la canasta.

• **Optimización operacional impulsa el EBITDA:** El segmento de Upstream presentó su mayor margen EBITDA desde el 2T14, impulsado por una estructura de costos y gastos más eficiente, la disminución relevante en los costos de dilución (-14% A/A), la eliminación del impuesto a la riqueza y menores importaciones de crudo y refinados, favoreciendo el comportamiento operacional.

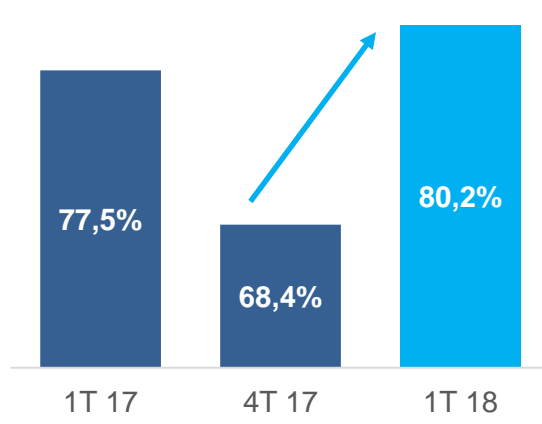
• **Utilidad neta se ubica sobre el billón:** La utilidad presentó un buen desempeño, favorecida por una reducción de los gastos financieros (por prepago de la deuda y disminución en los costos financieros) y una menor tasa efectiva de impuestos.



Participantes del Upstream



Margen EBITDA (Upstream)



Consideramos los resultados financieros del Segmento de MIDSTREAM del 1T18 como **POSITIVOS**. En la medida en que el negocio de Transporte presentó su mayor margen EBITDA histórico (80,2%), destacamos que esto fue explicado en gran parte por aspectos particulares en el trimestre, como lo fueron la eliminación del impuesto a la riqueza y las demoras en las actividades de mantenimiento, lo cual podría presionar el margen en los próximos trimestres debido a la reactivación de estos mantenimientos. Asimismo, la entrada en operación del sistema San Fernando-Apiay y mayores volúmenes transportados en la reversión del Oleoducto Bicentenario seguirían presionando los costos variables, los que aumentaron 48,2% A/A en el 1T18. Por otro lado, resaltamos que aunque los volúmenes transportados de crudo continuaron presentando una reducción importante (-1,2% A/A), alcanzando nuevos mínimos de los últimos años por la menor producción, la buena dinámica de los volúmenes transportados por poliductos (6,3% A/A) mitigaron este comportamiento. Esperamos que los resultados del Midstream permanezcan estables en los próximos trimestres, con una leve mejora de los volúmenes transportados de crudo por el incremento en la producción de Ecopetrol.

HECHOS RELEVANTES

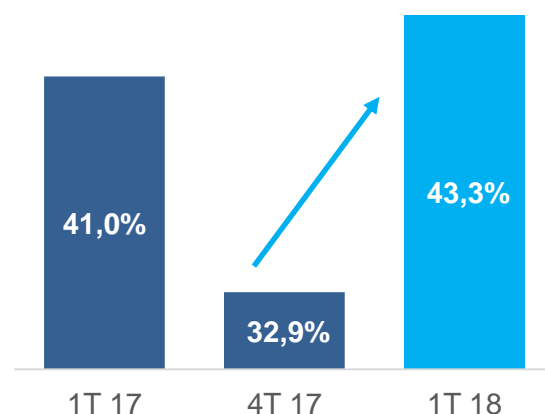
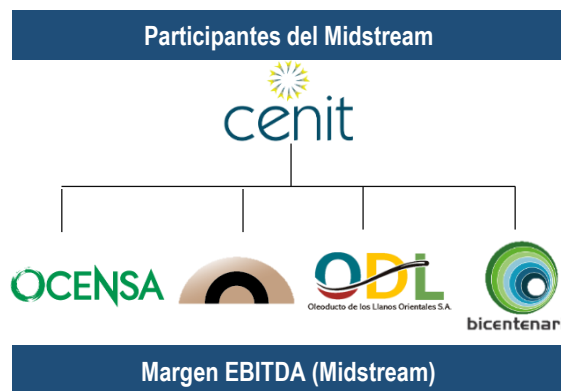
• **Volúmenes de transporte de crudo alcanza nuevos mínimos:**

Los volúmenes transportados de crudo continuaron mostrando un comportamiento negativo en el 1T18, ubicándose en mínimos por debajo de 800 kbpd, explicado principalmente por la menor producción de los campos Castilla, Chichimene y CPO9 relacionado con problemas de orden público, los continuos ataques a la infraestructura petrolera y la detección de múltiples válvulas ilícitas sobre el Oleoducto Trasandino. Mientras tanto, los volúmenes por poliductos (los que transportan productos refinados) siguen mostrando un buen desempeño, alcanzando nuevos máximos (283 kbpd). Los volúmenes transportados totales (oleoductos más poliductos) permanecieron estables respecto al 1T17 (0,7% A/A), aunque se contrajeron respecto al trimestre anterior (-2,5% T/T).

• **Menor tasa de cambio no logra opacar los ingresos:** A pesar de la debilidad del dólar, los ingresos presentaron un buen desempeño (9,3% A/A) debido a la estabilidad en los volúmenes totales transportados (0,7% A/A), la mitigación de los ataques al sistema Caño Limón-Coveñas con la reversión del Oleoducto Bicentenario y la entrada en operación del sistema San Fernando-Apiay. Sin embargo, los ingresos se contrajeron en comparación trimestral (-2,3%), afectados por menores volúmenes transportados vs 4T17.

• **Margen EBITDA alcanza nuevos máximos:** Aunque los costos variables presentaron un repunte (48% A/A) por la entrada en operación del sistema San Fernando-Apiay y mayores volúmenes transportados en la reversión del Oleoducto Bicentenario, el margen EBITDA alcanzó nuevos máximos, ubicándose por primera vez sobre el 80%. Este se vio favorecido menores costos fijos (-23% A/A) debido a demoras en mantenimientos que se realizarían en los próximos meses y la reducción en gastos operacionales (-46% A/A) por la eliminación del impuesto a la riqueza. De igual manera, destacamos la reducción en los costos por barril transportado (-8,5% A/A).

9 de mayo de 2018



Consideramos los resultados financieros del Segmento de DOWNSTREAM del 1T18 como NEUTRALES.

Aunque se continua evidenciando una recuperación operacional de la refinería de Cartagena, el deterioro en el margen bruto de refinación de Barrancabermeja afectó los resultados del segmento de Downstream, donde el margen EBITDA permaneció estable. Los ingresos del segmento (15,6% A/A) estuvieron impulsados por mayores precios de los productos de ambas refinerías, en línea con el comportamiento del incremento en el precio del petróleo. Por otro lado, el EBITDA estuvo afectado por un incremento en los costos de venta del 17% A/A relacionado con: **1) El aumento en la carga de Reficar; 2) Mayores precios de la canasta de crudos en ambas refinerías; 3) Un costo de la materia prima más elevado de Esenttia; y 4) Un incremento en las cantidades compradas de caña de azúcar de Bionergy.** Sin embargo, destacamos que menores gastos operacionales favorecieron el EBITDA, debido a una reducción de los gastos relacionados con la estabilización de la operación de la Refinería de Cartagena y la eliminación del impuesto a la riqueza. Por último, es importante resaltar que menores gastos financieros favorecieron la utilidad neta del segmento, beneficiados por la revaluación del peso colombiano y la reducción en los niveles de endeudamiento.

9 de mayo de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Carga y margen bruto de refinación de Reficar muestran buen comportamiento:**

La estabilización de la operación de la Refinería de Cartagena permitió que la carga promedio se consolidara alrededor de 145 kbpd, estable frente al 4T17, piso sobre el cual esperamos que permanezca en los próximos trimestres. La compañía resaltó que la carga de la refinería alcanzó los 165 kbpd en algunos días de marzo. Por otro lado, destacamos que el margen bruto de refinación continuó mostrando un buen comportamiento a pesar del repunte en el precio del crudo, permaneciendo durante 7 meses consecutivos en doble dígito con un incremento anual del 69%, aunque con reducción trimestral del 8%, alcanzando USD/BI 11,5.

• **Margen EBITDA de Reficar alcanza mayor nivel en 4 años:**

Resaltamos que la Refinería de Cartagena continua mostrando una recuperación operacional en el 1T18, reflejado en un margen EBITDA de 4,8%, su mayor nivel en 4 años, explicado principalmente por menores gastos operacionales relacionados con la finalización de la prueba global de desempeño y la eliminación del impuesto a la riqueza. Por otro lado, a pesar de una importante reducción de los gastos financieros, la refinería continúa presentando pérdida neta.

• **Margen de refinación de Barrancabermeja continua deteriorándose:**

Aunque la carga de la refinería de Barrancabermeja permaneció estable alrededor de 215 kbpd, destacamos que el margen bruto de refinación continuó su comportamiento bajista, alcanzando su menor nivel desde el 2T14 (USD/BI 11,8) debido al repunte en el precio del petróleo y la reducción en el diferencial de productos (principalmente el fuel oil y la gasolina).

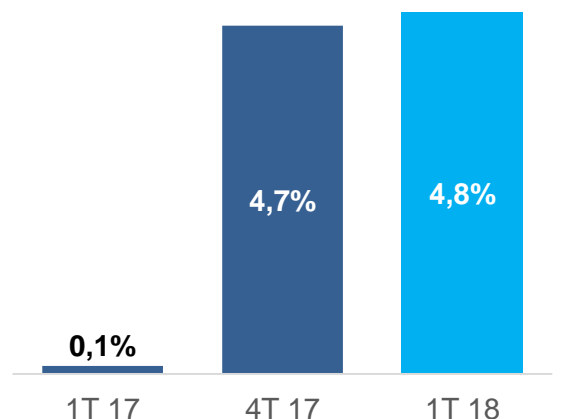
• El margen EBITDA del Downstream permaneció estable en 8% y la utilidad neta se vio favorecida por menores gastos financieros.



Participantes del Downstream



Margen EBITDA (Reficar)



Upstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	9.963	8.099	10.484	● 23%	● -5%
Costo variables	3.398	2.890	3.583	● 18%	● -5%
Costo fijos	2.017	1.637	2.278	● 23%	● -11%
Costo de ventas	6.610	6.014	7.117	● 10%	● -7%
Utilidad bruta	3.353	2.085	3.367	● 61%	● 0%
Gastos operativos	350	485	819	● -28%	● -57%
Utilidad operacional	3.003	1.600	2.548	● 88%	● 18%
Utilidad Neta Controladora	1.540	429	1.670	● 259%	● -8%
EBITDA	4.317	3.321	3.444	● 30%	● 25%
Margen Bruto	33,7%	25,7%	32,1%	● 791 pbs	● 154 pbs
Margen Operacional	30,1%	19,8%	24,3%	● 1039 pbs	● 584 pbs
Margen Neto	15,5%	5,3%	15,9%	● 1016 pbs	● -47 pbs
Margen EBITDA	43,3%	41,0%	32,9%	● 233 pbs	● 1048 pbs



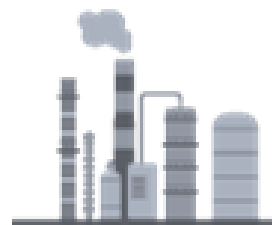
Midstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	2.729	2.496	2.793	● 9%	● -2%
Costo variables	169	114	190	● 48%	● -11%
Costo fijos	310	406	423	● -24%	● -27%
Costo de ventas	758	791	902	● -4%	● -16%
Utilidad bruta	1.971	1.705	1.891	● 16%	● 4%
Gastos operativos	73	136	216	● -46%	● -66%
Utilidad operacional	1.898	1.569	1.675	● 21%	● 13%
Utilidad Neta Controladora	771	673	772	● 15%	● 0%
EBITDA	2.189	1.935	1.911	● 13%	● 15%
Margen Bruto	72,2%	68,3%	67,7%	● 391 pbs	● 452 pbs
Margen Operacional	69,5%	62,9%	60,0%	● 669 pbs	● 958 pbs
Margen Neto	28,3%	27,0%	27,6%	● 129 pbs	● 61 pbs
Margen EBITDA	80,2%	77,5%	68,4%	● 269 pbs	● 1179 pbs



Downstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	8.075	6.987	8.184	● 16%	● -1%
Costo variables	6.863	5.848	6.873	● 17%	● 0%
Costo fijos	438	382	615	● 15%	● -29%
Costo de ventas	7.598	6.494	7.753	● 17%	● -2%
Utilidad bruta	477	493	431	● -3%	● 11%
Gastos operativos	198	362	-704	● -45%	● -128%
Utilidad operacional	279	131	1.135	● 113%	● -75%
Utilidad Neta Controladora	304	-215	985	● -	● -69%
EBITDA	643	558	423	● 15%	● 52%
Margen Bruto	5,9%	7,1%	5,3%	● -115 pbs	● 64 pbs
Margen Operacional	3,5%	1,9%	13,9%	● 158 pbs	● -1041 pbs
Margen Neto	3,8%	-3,1%	12,0%	● 684 pbs	● -827 pbs
Margen EBITDA	8,0%	8,0%	5,2%	● -2 pbs	● 279 pbs



Contactos

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 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
gmagdalen@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. 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.