

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol del 2T18 como **POSITIVOS**. Ecopetrol sigue presentando resultados por encima de las expectativas del mercado, donde una buena dinámica operacional y una estructura de costos y gastos más eficiente se tradujeron en el mayor margen EBITDA en la histórica de la compañía. De esta manera, destacamos que el uso de crudos locales y la entrega de combustibles al mercado local por parte de la Refinería de Cartagena ha generado COP 400 mil millones de EBITDA, hecho que esperamos se siga viendo reflejado en los resultados de los próximos trimestres. Por otro lado, resaltamos que la producción se ubicó en su mayor nivel en casi 2 años, lo cual demuestra el éxito de la campaña de perforación y de los proyectos de recobro secundario y terciario, los cuales han impedido una declinación en la producción. Desde el punto de vista de las reservas, consideramos que la estrategia de desapalancamiento y de saludable generación de efectivo le han brindado una mayor flexibilidad financiera a la compañía, lo cual podría abrirle las puertas a una posible adquisición inorgánica de reservas.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo  
+/-: Sesgo

15 de agosto de 2018

## HECHOS RELEVANTES

### • Mayor producción gracias a exitosa campaña de perforación :

Destacamos que la producción de Ecopetrol presentó una recuperación completa luego de las afectaciones de orden público presentadas en el 1T18, ubicándose por encima de nuestras expectativas (715 kbepd estimado vs 721 kbepd), lo cual demuestra el éxito de la campaña de perforación emprendida por la petrolera. Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que la mayor perforación de pozos y el buen desempeño del recobro secundario y terciario sigan generando un impacto positivo sobre la producción de la empresa, llevándola incluso por encima de la meta establecida para el 2018 (715-725 kbepd) en el mes de julio (726 kbepd).

• Ingresos reflejan buena dinámica en los 3 segmentos: Los ingresos de Ecopetrol presentaron un buen comportamiento en el 2T18 (29,2% A/A), jalonados principalmente por el segmento de Upstream (46% A/A), el cual se vio favorecido por un repunte en los precios del petróleo y un incremento en la producción. En el negocio de Downstream, los ingresos (35% A/A) estuvieron beneficiados por el incremento en la carga de ambas refinerías, mejores precios de venta de productos y mayores rendimientos para productos valiosos. Por otro lado, a pesar de una menor tasa de cambio, el segmento de Midstream también presentó una buena dinámica en los ingresos, jalonados por la entrada en operación del sistema San Fernando – Apiay y la reversión del Oleoducto Bicentenario.

• Margen EBITDA en máximos históricos: La buena dinámica operacional y mayores eficiencias en la estructura de costos y gastos tuvo como resultado el mayor margen EBITDA histórico de la compañía (50,7%). Hay que destacar la sustitución de crudos importados por crudos locales para Reficar y menor importación de combustibles debido a la mayor carga en esta refinería.

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>3.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	123,35
Último Precio (COP)	3.000
% Precio YTD	35,75%
Dividend Yield	2,97%
Participación Colcap	14,88%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Utilidad neta se ubica por encima de las expectativas:**

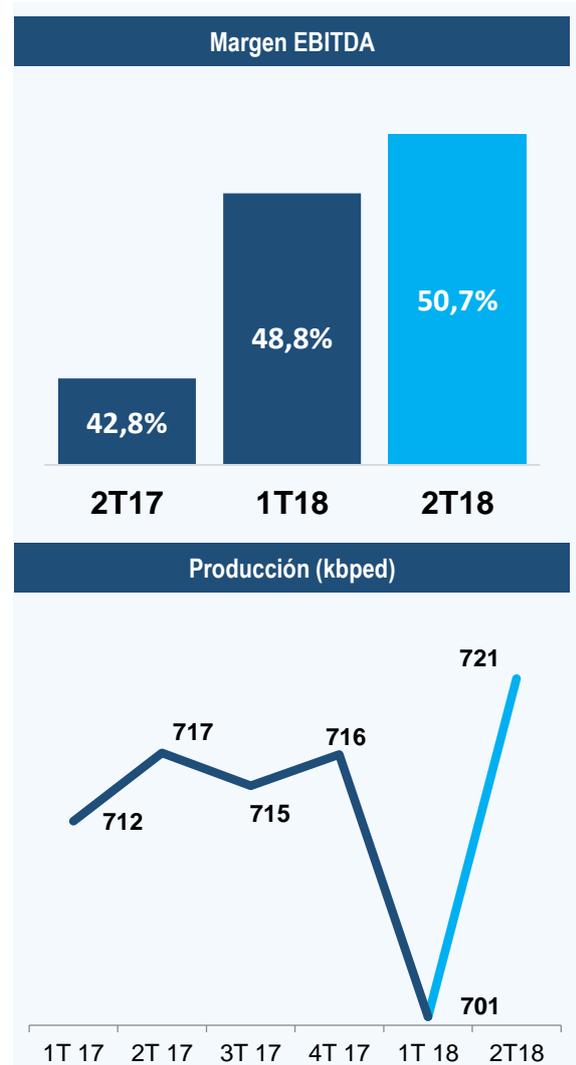
Destacamos que la ganancia neta de Ecopetrol presentó un repunte importante en el trimestre (170% A/A y 25% T/T), ubicándose por encima de nuestras expectativas y las del mercado, favorecida además del buen comportamiento operacional de la compañía por un descenso importante en la tasa efectiva de impuesto de 53% en el 1T17 a 35,7% en el 2T18. Esta menor tasa tributaria está relacionada con: **1)** Mejores resultados en la Refinería de Cartagena y Ecopetrol América, los cuales tributan a tasas del 15% y 0% respectivamente; **2)** Menor tasa nominal de tributación en 300 pbs; y **3)** Eliminación del impuesto a la riqueza.

• **Generación de caja y bajos niveles de endeudamiento brindan mayor flexibilidad financiera:**

La sólida generación de efectivo por parte de Ecopetrol gracias a su buen desempeño operacional y su reciente estrategia de prepago de deuda le han brindado a la petrolera mayor flexibilidad financiera para realizar una adquisición inorgánica. De esta manera, a pesar de que la campaña de perforación y los proyectos de recobro mejorado han resultado exitosos para evitar una declinación en la producción, consideramos urgente un incremento relevante en las reservas, ya sea con un hallazgo importante o por medio de crecimiento inorgánico, hecho para el cual creemos se podría estar preparando la empresa buscando mayor flexibilidad financiera.

• **A pesar de optimización operacional de Reficar, utilidad del Downstream continúa en rojo:**

Aunque la carga de la refinería de Cartagena y de Barrancabermeja mostraron una mejora importante y el margen bruto de refinación de ambas continúa en terreno positivo, destacamos que la utilidad neta del segmento sigue siendo negativa (COP -454 mil millones), restándole al resultado del Grupo.



Ecopetrol						
Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T	
Ingresos Operacionales	16.987	13.151	14.642	● 29%	● 16%	
Costo variables	5.819	5.232	5.200	● 11%	● 12%	
Costo fijos	2.039	1.893	1.875	● 8%	● 9%	
Costo de ventas	9.757	9.226	8.846	● 6%	● 10%	
Utilidad bruta	7.230	3.925	5.796	● 84%	● 25%	
Gastos operativos	846	657	616	● 29%	● 37%	
Utilidad operacional	6.384	3.268	5.180	● 95%	● 23%	
Utilidad Neta Controladora	3.519	1.305	2.615	● 170%	● 35%	
EBITDA	8.609	5.612	7.149	● 53%	● 20%	
Margen Bruto	42,6%	29,8%	39,6%	● 1272 pbs	● 298 pbs	
Margen Operacional	37,6%	24,8%	35,4%	● 1273 pbs	● 220 pbs	
Margen Neto	20,7%	9,9%	17,9%	● 1079 pbs	● 286 pbs	
Margen EBITDA	50,7%	42,7%	48,8%	● 801 pbs	● 185 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

**Diego Velásquez**  
Analista de Renta Fija  
diego.velasquez@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**  
Analista de Renta Variable  
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  
gmagdalenam@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.