

# Oráculo de Ecopetrol

## ¿A la iguana la dejó el Brent?

A pesar de la fuerte valorización de los precios del petróleo de referencia Brent, ubicándose alrededor de USD 75 por barril, nivel que no se observaba desde octubre de 2018 (Gráfica 1), vemos que dicho movimiento no se ha incorporado totalmente en la acción de Ecopetrol. Consideramos que esto ha estado explicado principalmente por la presión bajista que ha generado la emisión de acciones que la petrolera podría llevar a cabo en el segundo semestre del año, sumado a la incertidumbre que genera la adquisición de ISA, transacción cuya generación de valor estará en función del precio de adquisición. Asimismo, pero en menor medida, la acción se ha visto afectada por la coyuntura en Colombia relacionada con la incertidumbre fiscal, la rebaja en la calificación, las tensiones sociales y políticas y el efecto negativo de los bloqueos sobre la operación. Sin embargo, luego de darse a conocer la posibilidad de llevar a cabo la adquisición del 51,4% de ISA sin necesariamente implicar una emisión de acciones, el título ha cerrado gran parte de este rezago. Teniendo en cuenta lo anterior, realizamos un ejercicio de valoración por múltiplos y una estimación de precio, teniendo en cuenta la correlación de la acción de Ecopetrol con el precio del petróleo y la tasa de cambio. De esta manera, construimos un modelo, que nos arroja un precio objetivo de COP 3.033, el cual muestra un potencial de valorización del 10% frente al precio de cierre del 24 de junio (COP 2.750) y de 20% frente al precio previo a conocerse la posibilidad de no llevarse a cabo la emisión de acciones (COP 2.530).

- Dada la última reunión de la OPEP donde se acordó que se mantendrán las restricciones a los niveles de producción del petróleo, observamos que el precio del crudo (referencia Brent) ha presentado una valorización del 299% respecto a precios mínimos observados en el mes de abril de 2020 (USD/Barril 19,32), consolidándose por encima de los USD 70. Lo anterior como resultado de la fuerte recuperación económica y el avance en la vacunación que ha llevado a que países como China y Estados Unidos presenten una mayor demanda de commodities, acompañado de una oferta limitada por los acuerdos de la OPEP+ y una reacción rezagada de la producción frente al aumento en el precio del crudo.
- Gracias a la debilidad del peso colombiano y el reciente repunte en los precios del petróleo, el precio del crudo en pesos colombiano ha alcanzado máximos históricos (COP 284.950 por barril), lo cual consideramos positivo dado que una parte importante de la estructura de costos y gastos está en pesos.
- Resaltamos que Ecopetrol es una compañía integrada, con participación en los negocios de Producción y Exploración (Upstream), Transporte (Midstream) y Refinación (Downstream). Dado que los ingresos de los 3 segmentos están indexados al dólar, la devaluación de la tasa de cambio favorece las ventas de petrolera.
- Sin embargo, a pesar de la valorización de la acción correspondiente al 99% respecto a los mínimos observados en abril de 2020 (COP 1.380), consideramos que Ecopetrol aún no ha incorporado totalmente los efectos de la mejor dinámica de los precios del crudo. Lo anterior, explicado principalmente por la incertidumbre que genera en el mercado la adquisición de ISA, cuya generación de valor depende del precio de adquisición. A su vez, la potencial emisión de acciones genera una presión bajista sobre el precio de Ecopetrol dado un aumento de la oferta de estas y su gran tamaño histórico. Sin embargo, la posibilidad de llevar a cabo de la adquisición utilizando únicamente deuda ha cerrado parte de ese rezago. Asimismo, factores externos a la compañía de coyuntura nacional como: el Paro Nacional, la incertidumbre fiscal y el 2021 como año preelectoral, han repercutido en la dinámica de la acción en el mercado.

Gráfica 1. Precios del Brent (COP/Barril - Eje der.) vs Acción de Ecopetrol (COP - Eje izq.)

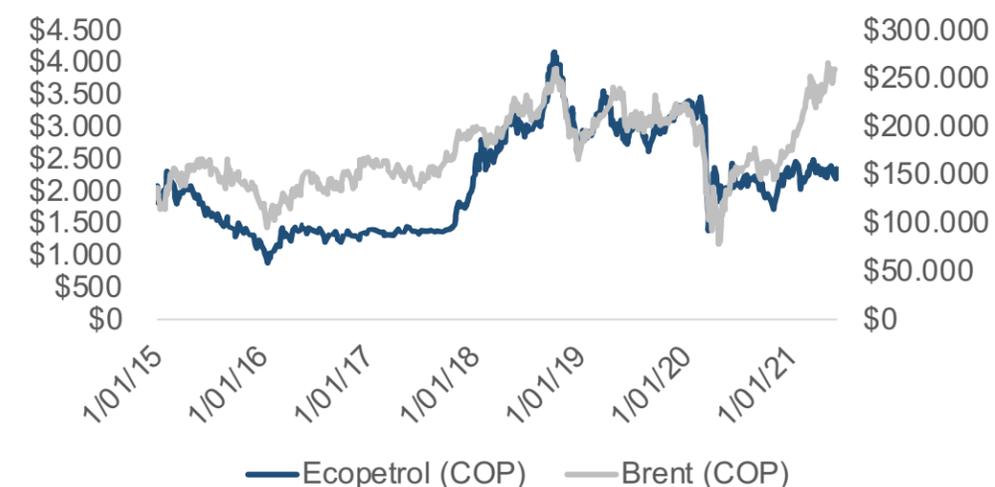


Tabla 1. Precio objetivo del ejercicio vs Precio actual

Precio objetivo ejercicio (COP)	3.033
Precio actual (COP) <sup>1</sup>	2.750
Potencial de valorización	10.3%

Alejandro Ardila  
Analista de Renta Variable  
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suarez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable  
omar.suarez@casadebolsa.com.co

24 de junio de 2021

1. Precio actual: Precio de cierre a 16 de junio de 2021 tomado de Bloomberg  
2. Cifra construida por Casa de Bolsa a partir de los estados financieros a 2020.

# Oráculo de Ecopetrol

## ¿A la iguana la dejó el Brent?

- Adicionalmente, en relación a la compra de ISA, destacamos que Ecopetrol tiene una sólida posición de efectivo y gran capacidad de generación de flujo de caja, dado que durante la pandemia generó un EBITDA de COP 15,8 billones<sup>2</sup> y según las estimaciones del mercado se espera para 2021 una generación del EBITDA de COP 32,1 billones, lo que le da la suficiente flexibilidad financiera para poder adquirir el 51,4% de ISA exclusivamente con deuda, si así lo quisiera, sin comprometer su Plan de Inversiones. Adicionalmente, vemos con buenos ojos el hecho de que la compañía ha podido alinear los precios de mercado del crudo (Brent) respecto a su precio de venta, lo que ha llevado a una reducción del descuento que se venía percibiendo durante la pandemia.
- En esta medida, dado el reciente rally de los precios del petróleo quisimos estimar el precio potencial de la compañía teniendo en cuenta: **i)** La valoración por múltiplos comparables del sector petrolero, en donde nos enfocamos en considerar compañías integradas; **ii)** La correlación histórica de los precios del petróleo, la tasa de cambio y la producción respecto al comportamiento de la acción; y **iii)** El precio objetivo promedio de la acción otorgado por el mercado<sup>3</sup>. Lo anterior, lleva a que el precio objetivo estimado funcione como indicativo del ejercicio para determinar el valor potencial de la acción.
- De esta manera, en cuanto a los **Múltiplos por Comparables**, asignamos una participación de 50% en el múltiplo EV/Reservas, 40% para el EV/EBITDA forward y 10% para el PER Forward. Realizamos la estimación teniendo en cuenta la media y la mediana de los múltiplos de las empresas pares, las cuales son exclusivamente compañías integradas, al igual que Ecopetrol. La valoración por el múltiplo EV/Reservas señala un precio objetivo (COP 2.315) menor al precio actual de la acción, mientras el múltiplo EV/EBITDA y PER nos señalan un precio superior (COP 2.990 y 3.974 respectivamente). De esta manera, **el Precio Objetivo teniendo en cuenta la metodología de Valoración por Múltiplos nos arroja un valor de COP 2.755.**
- Por otro lado, el ejercicio econométrico al relacionar el precio de la acción de Ecopetrol con el precio del petróleo Brent, la tasa de cambio y la producción nos arroja un Precio Objetivo de COP 3.853. Por último, al tener en cuenta el Precio Objetivo promedio del mercado para la acción de Ecopetrol, según la encuesta de Bloomberg, este arroja un valor de COP 2.501.
- Dándole la misma ponderación a las 3 metodologías anteriormente descritas: 33% Valoración por Múltiplos Comparables, 33% del ejercicio econométrico y 33% al precio objetivo del mercado, obtenemos un Precio Objetivo para Ecopetrol, según esta metodología implementada, de COP 3.033, implicando un potencial de valorización de 10,3% frente al precio de cierre del 24 de Junio y de 19,8% frente al precio previo a conocerse la posibilidad de no llevarse a cabo la emisión de acciones (COP 2.530).

Tabla 2. Comparables del sector

Comparables
Cenovus Energy Inc
Occidental Petroleum Corp
Suncor Energy Inc
Eni SpA
Imperial Oil Ltd
Gazprom Neft PJSC
OMV AG
Repsol SA
Galp Energia SGPS SA
OMV Petrom SA
Oil & Natural Gas Corp Ltd
Hess Corp
ConocoPhillips
Occidental Petroleum Corp

Tabla 3. Resultado del Precio Objetivo del ejercicio

Estimación	COP	Ponderador
P.O. Regresión	\$ 3.853	33,3%
P.O. Mercado	\$ 2.501	33,3%
P.O. Múltiplos	\$ 2.755	33,3%
P.O. CdB	-	\$ 3.033

3. Precio promedio de mercado fue tomado de Bloomberg.

## Dirección de Estrategia y Producto

### Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia  
juan.ballen@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

### Luis Felipe Sanchez Sanabria

Analista Renta Fija  
luis.sanchez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

### Daniel Numpaque

Analista Junior Renta Fija  
daniel.numpaque@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

### Omar Suarez

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

### Sergio Segura

Analista Junior Renta Variable  
sergio.segura@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext:

### Alejandro Ardila

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

### Jose Medina

Practicante Renta Fija  
jose.medina@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

## Gerencias Regionales

### David Sierra

Gerente Regional Centro  
david.sierra@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 319 7600 Ext. 4220

### Mauricio Rodas Lopez

Gerente Regional Medellín  
mauricio.rodas@corficolombiana.com  
Tel: 319 7600 Ext. 4220

### Jorge Andres Figueroa Oviedo

Gerente Regional Occidente  
jfigueroa@casadebolsa.com.co  
Tel: 898 0600 Ext. 27787

### Viviana Patricia Escaf Raad

Gerente Regional Norte  
viviana.escaf@casadebolsa.com.co  
Tel: 368 1000 Ext. 5600

### Ana Milena Arenas

Gerente Regional Oriente  
ana.arenas@fiducorcolombiana.com  
Tel: 642 4444 Ext. 5503

## Mesa Institucional Acciones

### 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

## 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.