

**Ecopetrol** cerró el año con una utilidad trimestral de COP 0,68 BN (-21,1% T/T, - 83,2% A/A), una utilidad antes de *impairments* de COP 0,26 BN (-70,2% T/T y -95,1% A/A), un EBITDA de COP 4,3 BN (-17,5% T/T, -39,6% A/A), e ingresos por COP 14,2 BN (+15,2% T/T, -23,6% A/A). La producción de 697 kboed (miles de barriles de petróleo equivalente diarios) se ubicó 0,3% por encima de nuestras expectativas, el ingreso 2,1% por encima y el EBITDA 8,4% por debajo de nuestra estimación revisada (15,4% por debajo de la estimación inicial); los rubros de utilidad resultaron aún más desajustados a la baja, a partir de los gastos operacionales (administrativos principalmente) y de exploración muy superiores a los que estimamos con la inclusión del programa de retiros comunicado por la compañía, así como la reversión de *impairments* (ingreso) registrada en el cuarto trimestre. Los costos de importación y compras domésticas también sorprendieron al alza durante el trimestre. **Así las cosas, consideramos que los resultados del trimestre fueron NEGATIVOS.**

### Hechos relevantes

- **Contexto de volúmenes y precios:** Los resultados se explican principalmente por el contexto de precios y volúmenes vigente durante 2020; muy negativo en términos anuales, con recuperación a nivel trimestral. La producción de 697 kboed creció 2,0% T/T (disminuyó 4,9% A/A), los barriles transportados por 1.026,5 kboed, crecieron 4,8% T/T (disminuyeron 11,6% A/A), y la carga total de las refinerías creció 9,6% T/T (-5,9% A/A). Mientas tanto, el precio del petróleo Brent creció 3,3% T/T (disminuyó 30,0% A/A), la cotización en pesos creció 1,4% T/T (disminuyó 24,7% A/A), el precio de la canasta de venta de crudo en USD creció 6,0% T/T (-29,5% A/A), la de venta de productos creció 11,6% T/T (-24,3% A/A), mientras que la canasta de venta de gas natural disminuyó 0,8% T/T (+3,8% A/A).
- **Producción actual y futura:** En 2020 el 36% de la producción viene de campos con tecnologías de recobro mejorado (recuperación secundaria y terciaria, que en 2019 participaron del 30%), 6 puntos porcentuales más que el año anterior. La apuesta a futuro depende en buena medida de la continuación de estos programas, el desarrollo de hallazgos costa afuera, la producción no convencional en Colombia, y el *Permian* en EEUU. Asimismo, la producción de gas creció 6,6% A/A, en línea con los objetivos de fortalecer la cadena de gas, e incrementar su participación en la producción, que actualmente llega a la quinta parte del total. Se debe recordar que, si bien el gas ofrece estabilidad de precios, la compañía no incluye al transporte ni a la distribución de gas dentro de su integración, una de las fortalezas de la Ecopetrol en el caso del petróleo y los productos refinados. Como ha sido usual ante escenarios adversos, el segmento de *midstream* permitió el logro de una utilidad neta para el accionista positiva, manteniendo niveles de EBITDA y márgenes EBITDA elevados a pesar del impacto negativo por los menores volumen transportados (Gráfico 1).

### Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP miles de MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Producción Total (kbped)	729,8	680,9	694	1,9%	-4,9%
Ingresos operacionales	18.581	12.323	14.190	15,2%	-23,6%
EBITDA	7.174	5.254	4.334	-17,5%	-39,6%
Utilidad Neta	4.009	855,0	675	-21%	-83,2%
Margen EBITDA	38,6%	42,6%	35,0%	-763 pbs	-360 pbs
Margen Neto	21,6%	6,9%	6,5%	-43 pbs	-1507 pbs

24 de febrero de 2021

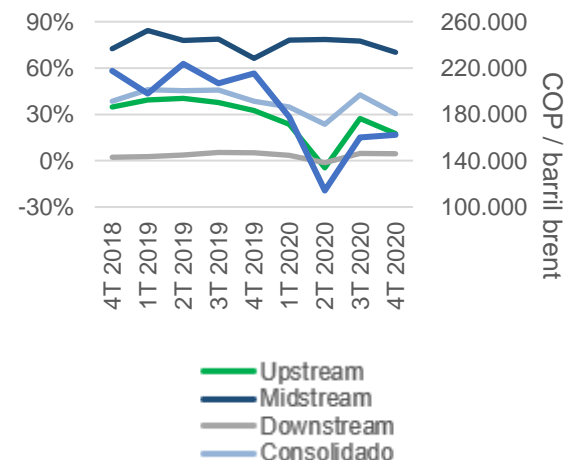


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.523
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	94,2
Ultimo Precio	2.291
YTD (%)	+2,81%

Gráfico 1. Margen EBITDA vs Brent en pesos colombianos



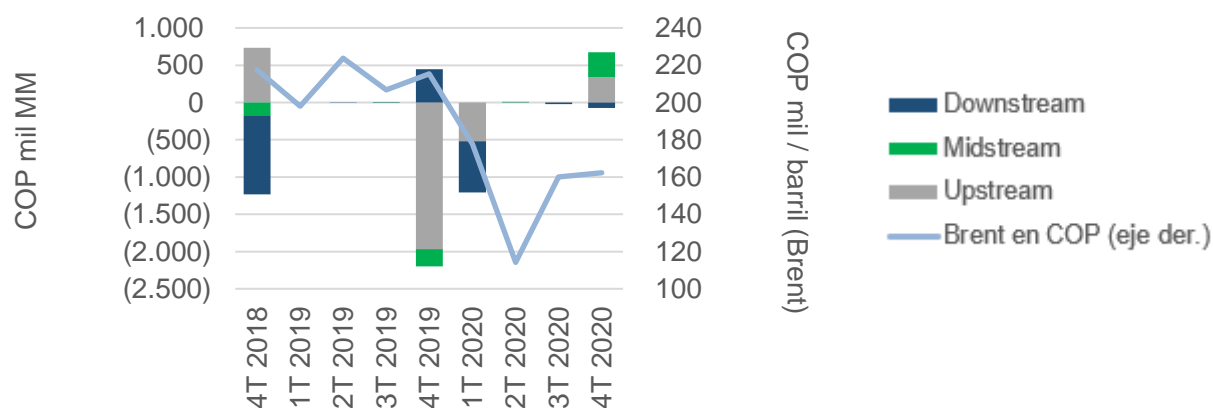
**Andrés Duarte Pérez**

Director de Renta Variable  
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

- **Plan 2021 - 2023:** En cuanto al plan 2021 a 2023, destacamos el hecho de que la compañía mantiene su foco en el negocio petrolero, independientemente de la operación en curso sobre ISA, la expectativa de incrementar la producción hasta niveles de 750 kboed para 2021, así como el nivel de endeudamiento objetivo para 2023 (incluida la operación de ISA) menor a 2,0x deuda neta / EBITDA. Asimismo, el CAPEX anualizado de entre USD 4.000 y 5.000 millones, supera al rango de entre USD 3.500 y 4.000 millones que se tenían en el anterior plan para 2021. Independientemente de la operación de ISA, los riesgos asociados al plan siguen siendo una baja en la cotización del petróleo, la declinación acelerada de la producción y la disminución de las reservas.
- **Pruebas de deterioro (*Impairments*):** La reversión trimestral del *impairment* en 4T20 de COP 0,62 BN se explica por un escenario de precios futuro menos adverso respecto al calculado en 1T20 (cuando se registró un *impairment* de 1,2 BN), y la leve disminución en las reservas de 6,5% frente a la disminución de entre 15% y 20% comunicada en el *guidance* del trimestre anterior. A pesar de que se observa una mejora en las cifras del *downstream* en línea con una mayor demanda de combustibles, este segmento explica la mayor parte de *impairment* del año, donde se destaca el relacionado con Barrancabermeja, y no se observa una expectativa positiva en relación a la entrada tardía de IMO 2020 y sus restricciones en el contenido de azufre para el transporte marítimo, lo que se esperaría de refinerías complejas como las dos principales de Ecopetrol (Gráfico 2).
- **Dividendos:** La propuesta de distribución de dividendos de Ecopetrol aprobada por la Junta de Directores es de 17 pesos por acción, 0,7 billones en total, ubican al *dividend yield* en 0,74%. Está bien desde el punto de vista de la reinversión de cara a 2021, pero inferior a las expectativas que teníamos (COP 28/acción). Los 17 pesos por acción que están proponiendo distribuir corresponden al rango bajo del *payout* sobre la utilidad neta después de *impairments*. Durante los últimos cinco años, la compañía ha modificado la base para el cálculo de sus dividendos varias veces (utilidad neta final separada, consolidada, consolidada antes de *impairments*, consolidada después de *impairments*), así como su *payout*.

Gráfico 2. Impairment trimestral



### Puntos destacados de la conferencia

- Ecopetrol no tiene *covenants* crediticios y podría adquirir a ISA fondeándose 100% con deuda. La emisión de acciones es una decisión de la compañía y de esta emisión depende que continúe el proceso de compra de ISA. Se espera que la emisión de acciones de Ecopetrol se ejecute durante la segunda mitad de 2021.
- Actualmente Ecopetrol autogenera 2/3 partes de la energía que utiliza. La idea es incrementar esta autogeneración y hacerlo de manera limpia. Los límites de integración vertical en las actividades de generación y transmisión eléctrica no aplican ni van a aplicar dado que la empresa no está interesada generar electricidad para el mercado.
- Se presentaron otras dudas respecto a la viabilidad jurídica de la operación y la no realización de una OPA en el caso de ISA. En este punto debemos recordar el artículo 20 de la ley 226: “la enajenación accionaria que se realice entre órganos estatales no se ajusta al procedimiento previsto en esta Ley (OPA), sino que, para este efecto, se aplicarán únicamente las reglas de contratación administrativa vigentes.

**Dirección de Estrategia y Producto****Alejandro Pieschacon**

Director Estrategia de Producto  
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

**Juan David Ballén**

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

**Mariafernanda Pulido**

Analista Renta Fija  
maria.pulido@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

**Juan Felipe D'luyz**

Analista Junior Renta Variable  
juan.dluyz@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

**Sergio Segura**

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

**Jose Medina**

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

**Gerencia 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.