

A pesar de que la Refinería de Cartagena continúa mostrando débiles cifras financieras, estas empiezan a mostrar señales de recuperación gradual en los últimos trimestres. 1) El incremento en la carga y el aumento en el precio de los productos como consecuencia de mejores condiciones para las refinerías a nivel mundial han tenido un impacto positivo sobre las ventas y el margen de refinación bruto, donde este último ha mostrado una mejora gradual, alcanzando su mayor nivel desde el reinicio de las operaciones. Esperamos que este margen continúe presentando un avance en los próximos trimestres, aunque permanecería por debajo del observado en la refinería de Barrancabermeja. Por otro lado, 2) Reficar ha registrado una disminución en la proporción de costos variables y gastos operacionales con respecto a los ingresos, generando un impacto positivo sobre el EBITDA, el cual presentó su mayor nivel desde el cuarto trimestre del 2013 en el 3T17. Es importante monitorear el cumplimiento del objetivo de COP 500 mil millones planteado por la compañía para el 2018, teniendo en cuenta el aporte que tendría para Ecopetrol. 3) Esperamos que la utilidad neta se vea favorecida por la menor deuda de Reficar, la cual será asumida en su totalidad por Ecopetrol.

HECHOS RELEVANTES

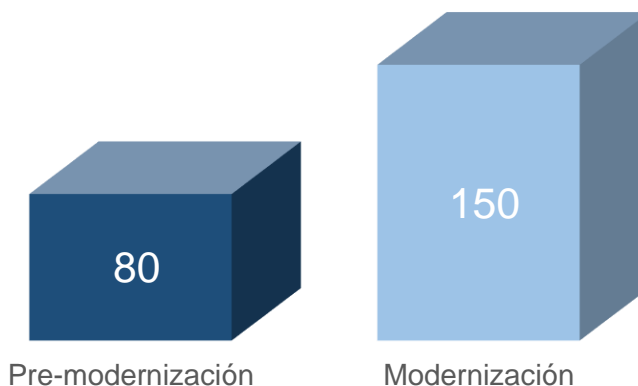
11 de diciembre de 2017

• **Downstream, segmento clave en la integración vertical de Ecopetrol:** La modernización de la Refinería de Cartagena juega un papel fundamental en la estrategia de Ecopetrol, pues constituye una pieza clave para reducir su vulnerabilidad frente a la volatilidad en los precios internacionales del petróleo y su dependencia del negocio de Upstream. De igual manera, su participación en toda la cadena de valor (segmentos de Producción y Exploración, Transporte y Refinación) permite generar sinergias y ahorros en costos y gastos que se han visto reflejados en una mejora gradual de sus márgenes de rentabilidad.

• **Soplan nuevos vientos por finalización en el proceso de estabilización:** Ecopetrol llevó a cabo la modernización de Reficar con el objetivo de tecnificar la refinería para producir combustibles más limpios (bajo contenido de azufre) y un mayor número de derivados, aumentando su capacidad refinadora a 150 kbepd. La compañía completó el encendido y estabilización de sus 34 unidades y en el 4T17 finalizaría la prueba global de desempeño, lo cual esperamos que tenga un impacto positivo sobre sus resultados financieros en el año 2018. Es importante monitorear la capacidad de la compañía para maximizar el valor de los crudos, tratando de aprovechar de manera óptima la capacidad de la refinería, lo cual se vería reflejado en sus cifras financieras.

Incremento en la capacidad de Reficar (CdB)

(kbepd)



El Oráculo de Ecopetrol

¿Reficar prende motores?



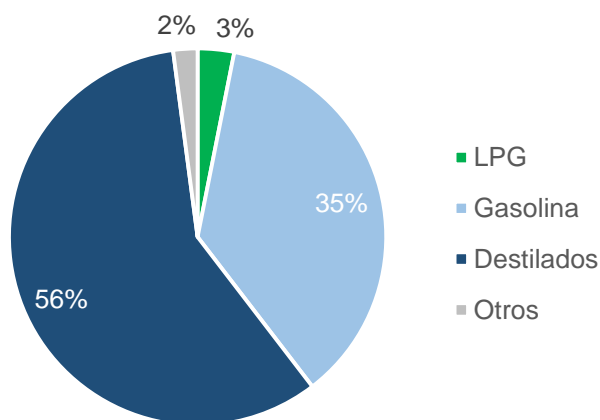
• **Carga se acerca a su máxima capacidad:** La carga de Reficar ha mostrado un crecimiento gradual desde que se inició el encendido y estabilización de las 34 unidades, alcanzando una carga promedio de 136 kbepd en el 3T17. Sin embargo, la compañía mencionó que algunos días del 4T17 la carga se ubicó incluso sobre su capacidad máxima de 150 kbepd, por lo cual esperaríamos que esta se estabilice por encima de 140 kbepd en los próximos trimestres. Esto ha venido acompañado de un incremento en la utilización de crudos nacionales (60%) y una disminución de crudos importados (40%), aprovechando la integración vertical de la compañía.

• **Tasa de conversión de Reficar le toma ventaja a Barrancabermeja:** Destacamos que la tasa de conversión de la refinería de Cartagena se ubica alrededor del 97,5%, superior al 82,5% reportado por la refinería de Barrancabermeja en lo corrido del año. Por otro lado, resaltamos que Reficar se concentra en la utilización de crudos pesados (crudo pesado=55%, crudo liviano=45%), mientras que su producción está enfocada principalmente en Destilados (56%) y Gasolinas (35%). La compañía mencionó que actualmente busca suplir el mercado doméstico y exportar sus excedentes a los mercados internacionales.

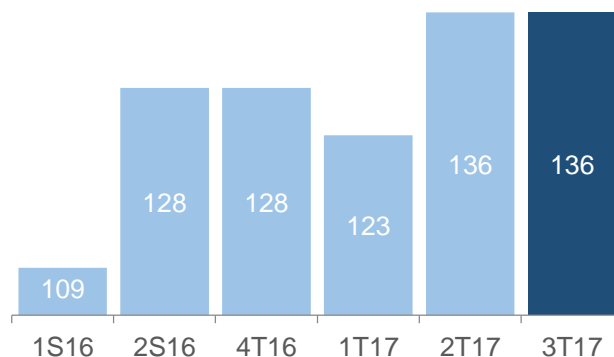
• **CAPEX enfocado a mantenimiento:** La compañía dio a conocer que el 6% del CAPEX para el año 2018 (USD 210-240 millones) será destinado al segmento de Downstream, enfocado principalmente a mantenimiento, teniendo en cuenta la finalización de las pruebas de desempeño y la focalización del CAPEX al segmento de Producción & Exploración.

• **Estrategia del Downstream:** La compañía mencionó que su estrategia de corto plazo en el segmento de Refinación estará concentrada principalmente alcanzar mayores eficiencias, capturar sinergias y la optimización de todas las operaciones.

Canasta de Productos Vendidos (CdB)



Carga en Reficar (CdB) (kbepd)



CIFRAS FINANCIERAS TOMAN UN NUEVO RUMBO

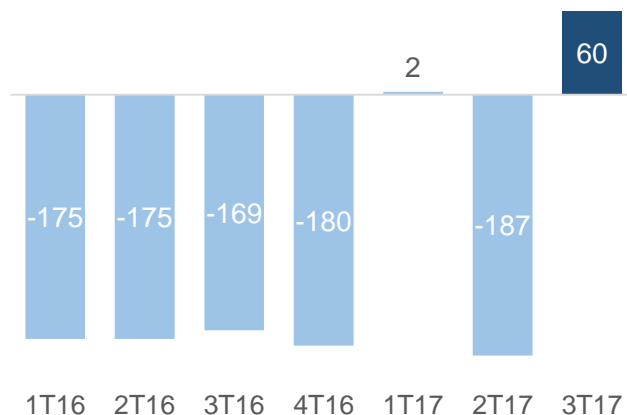
• **Margen EBITDA alcanza su mayor nivel desde el 4T13:** El EBITDA de Reficar presentó una recuperación en el 3T17, alcanzando COP 60 mil millones, con un margen EBITDA de 2,6%, su mayor nivel desde el cuarto trimestre del año 2013 luego de varios años en terreno negativo. Con la finalización de las pruebas de desempeño, la compañía espera que la refinería aporte por lo menos COP 500 mil millones el próximo año, una mejora sustancial respecto a lo observado actualmente. Teniendo en cuenta el aporte negativo de EBITDA en la mayoría de trimestres, es importante monitorear el cumplimiento de la meta de la compañía, dado el impacto positivo que esto generaría sobre el EBITDA y margen EBITDA de Ecopetrol en el 2018. La firma no ha dado un guidance de largo plazo para el margen EBITDA.

• **Margen de Refinación Bruto inicia la escalada de la montaña:** Reficar ha presentado una mejora gradual en su margen de refinación bruto, alcanzando su mayor nivel desde el inicio de operaciones (USD 10,1/bepd en 3T17), favorecido en gran parte por mejores condiciones de mercado para los refinadores a nivel mundial, una mejora en los precios de venta de productos (en línea con el comportamiento de los precios internacionales) y el efecto positivo de los huracanes sobre los inventarios de gasolina en Estados Unidos. A pesar de la mejora en el margen de refinación bruto, este se ubica por debajo del USD 14,6/bepd registrado por la Refinería de Barrancabermeja en el 3T17. Esperamos que en el último trimestre del año se siga presentando un aumento en este margen. La compañía no ha dado ningún guidance sobre su objetivo de largo plazo en este indicador.

• **Aunque la utilidad neta continúa en terreno negativo, se ubica en el mejor nivel desde el 2T15:** Reficar continúa registrando una pérdida neta desde el inicio de operaciones, sin embargo, en el 3T17 (COP -252 mil millones) alcanzó su mejor nivel desde el 2T15. La ganancia neta se ha visto significativamente impactada por los altos niveles de deuda, lo cual se ha traducido en gastos financieros representativos. Dado que Ecopetrol asumiría la totalidad de la deuda de Reficar, esperamos que menores gastos financieros favorezcan la utilidad neta en los próximos trimestres. Por otro lado, destacamos la disminución de los costos y gastos variables con respecto a las ventas reflejado en la mejora en el margen bruto y EBITDA, favorecidos en parte por la reducción en los productos importados y menores gastos en estudios de arranque y estabilización de la refinería.

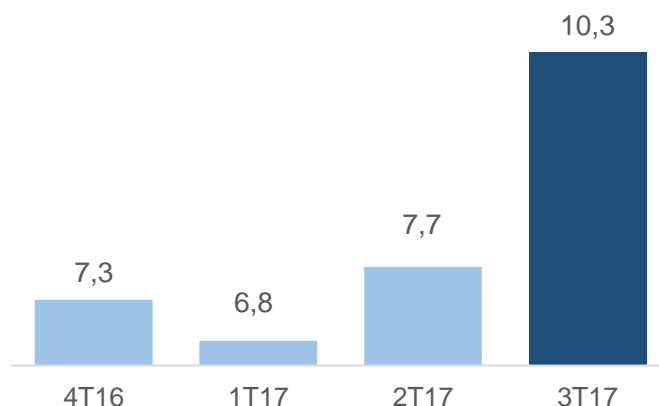
Comportamiento del EBITDA (CdB)

Cifras en Millones de COP



Margen de Refinación (CdB)

USD/bepd



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.