

---

## El Oráculo de Ecopetrol

### ¿La iguana llegó a la cima del árbol?

---

31 de enero de 2018

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

# El Oráculo de Ecopetrol

## ¿La iguana llegó a la cima del árbol?



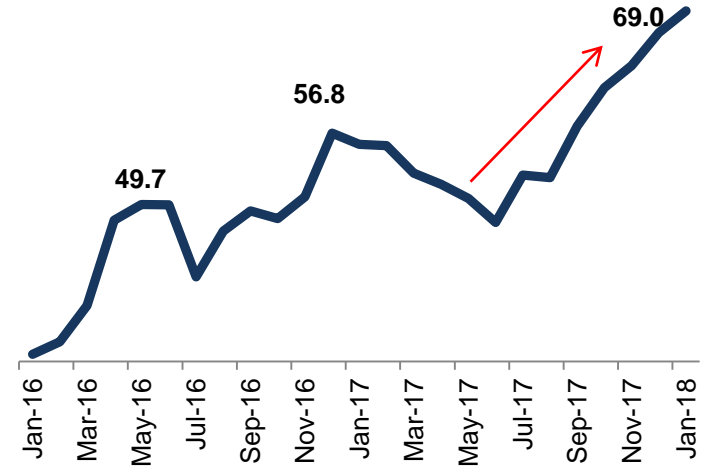
En los últimos 4 meses la acción de Ecopetrol ha registrado una valorización del 95%, razón por la cual decidimos realizar un informe para 1) analizar las causas de dicho repunte, 2) evaluar este comportamiento respecto a sus pares, 3) comparar los múltiplos de la acción frente a otras petroleras, 4) entender los principales riesgos, 5) realizar un análisis técnico, 6) conclusión.

### 1) Principales razones del repunte en la acción:

✓ **Valorización en el precio del petróleo:** El Brent se ha valorizado aproximadamente 19% en los últimos 4 meses, impulsado por la extensión en el acuerdo de recorte de producción entre los miembros OPEP y no OPEP, la continua destrucción de inventarios de petróleo en Estados Unidos y la interrupción del suministro en algunos productores importantes. A pesar de que la correlación entre el precio del crudo y la acción de Ecopetrol se había reducido significativamente durante el año 2017, esta se fortaleció en los últimos meses, generando una valorización de aproximadamente 95% en la acción de la petrolera.

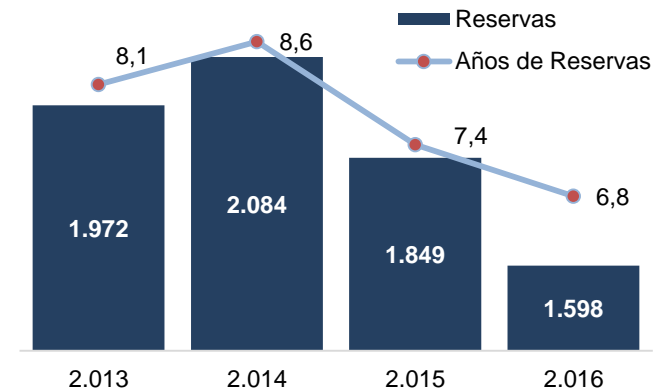
✓ **Expectativa de reservas:** Teniendo en cuenta que una de las mayores preocupaciones de Ecopetrol es su bajo nivel de reservas, el mercado ha estado muy pendiente de la nueva información relacionada con este tema. Aunque no se realizó ningún hallazgo significativo en el año 2017, el incremento en el precio del petróleo y la mejora en el factor de recobro impulsarían al alza la revisión de reservas, la cual estimamos podría alcanzar un IRR (Indicador de Reemplazo de Reservas) alrededor del 100%. Por otro lado, declaraciones recientes del presidente Felipe Bayón sobre una adquisición inorgánica de reservas en el año 2018 en Estados Unidos, México o Brasil también le dieron un impulso adicional a la acción.

### 1. Precio crudo referencia Brent USD (Bloomberg)



### 2. Nivel de Reservas vs Años de reservas (Ecop.)

Millones bepd



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

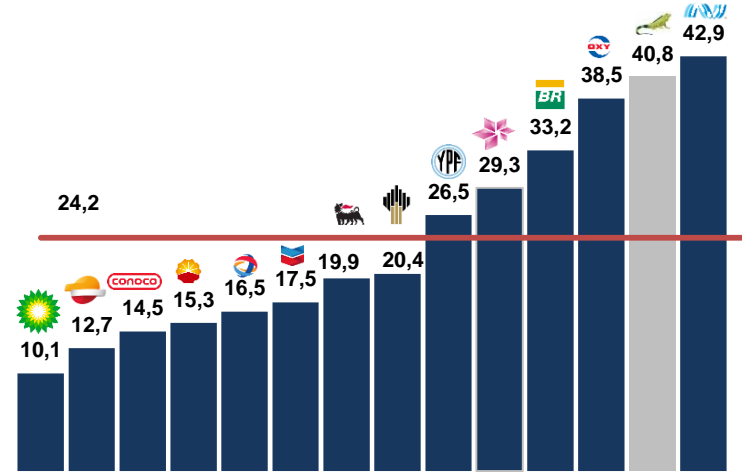
# Rally de Ecopetrol en manos de Programas ADR y Extranjeros

## Margen EBITDA saca pecho en ranking mundial

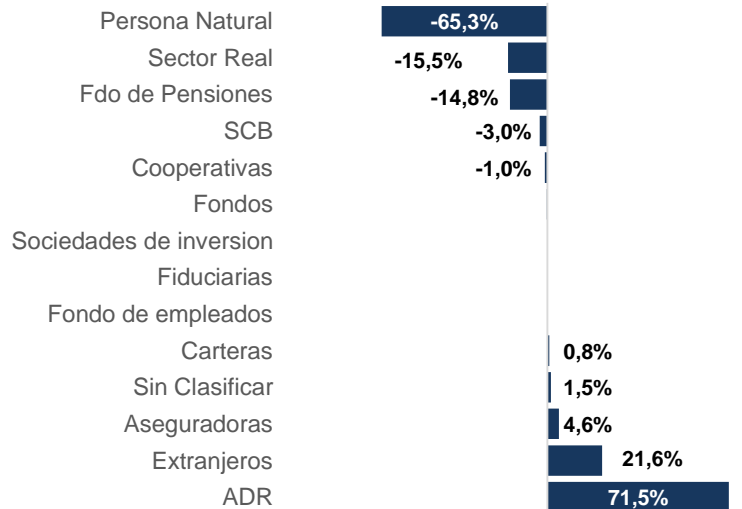


- ✓ **Reficar presentaría una recuperación operacional en el 2018:** La finalización de las pruebas individuales de las 34 unidades y de la prueba global de desempeño impulsarían el EBITDA de Reficar a por lo menos COP 500 mil millones en el año 2018, generando un impacto positivo importante sobre los estados financieros consolidados de la petrolera.
- ✓ **Buena dinámica operacional:** Consideramos que la petrolera ha hecho bien la tarea en cuanto a una estructura de costos y gastos más eficiente, lo cual ha permitido que el margen EBITDA se consolide por encima del 40% en los últimos trimestres, convirtiéndola en una de las petroleras con mayor margen en el mundo.
- ✓ **Factor de recobro le da una mano a la producción:** A pesar de que los principales campos de Ecopetrol se encuentran en una declinación natural, el recobro mejorado ha permitido que la producción se estabilice y permanezca alrededor de 715 kbpd en los últimos trimestres. Aunque consideramos que este aspecto es positivo, es importante recordar su limitación y la urgencia para que nuevos hallazgos o crecimiento inorgánico de reservas respalden la producción de la petrolera.
- ✓ **Extranjeros y Programas ADRs, los mayores compradores de Ecopetrol:** Los mayores compradores netos de Ecopetrol en el cuarto trimestre fueron los Programas ADR y los Extranjeros, los cuales jalónaron el fuerte repunte de la acción a final del año 2017. Por otro lado, los mayores Vendedores Netos fueron las Personas Naturales, Sector Real y los Fondos de Pensiones.

### 3. Ranking Margen EBITDA (CdB) (Bloomberg)



### 4. Compradores y vendedores de la acción (CdB) (Oct – Dic 17)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# EV/Reservas hacen quedar mal a Ecopetrol

Acción se mete en el top de las más valorizadas en el mundo



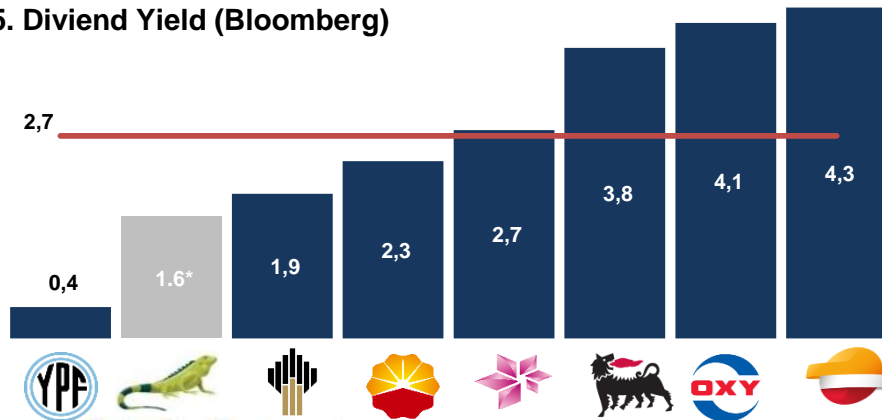
2). **Ecopetrol, una acción que se valoriza muy por encima de sus comparables:** A pesar de que el repunte en el precio del crudo generó una valorización importante en las compañías petroleras en el mundo, el incremento del precio de la acción de Ecopetrol se ubicó muy por encima de sus comparables (94% S/S vs 20 S/S en promedio de los pares).

### 3) Análisis de Múltiplos

✓ **EV/Reservas:** Al analizar el múltiplo de EV/Reservas de Ecopetrol, se puede observar que la petrolera colombiana transa a un múltiplo por encima de sus comparables, lo cual muestra que la acción se ve costosa, es decir el mercado está dispuesto a pagar un alto precio por la cantidad de reservas que tiene Ecopetrol.

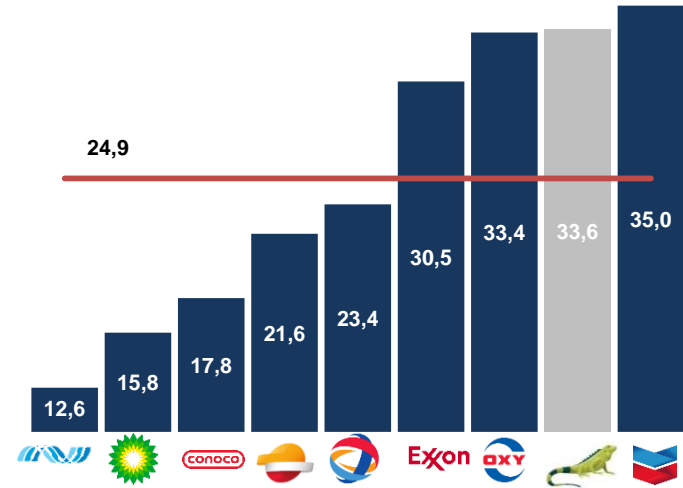
✓ **Dividend Yield:** La acción de Ecopetrol paga un dividend yield por debajo de sus comparables, lo cual hace menos atractiva a la acción en estrategias enfocadas en rendimiento por dividendos. Cuando realizamos el ejercicio para los dividendos proyectados del 2018, el dividend yield se ubicaría entre 1,6% y 2% a los precios actuales, aún por debajo de las métricas de la industria.

### 5. Dividend Yield (Bloomberg)

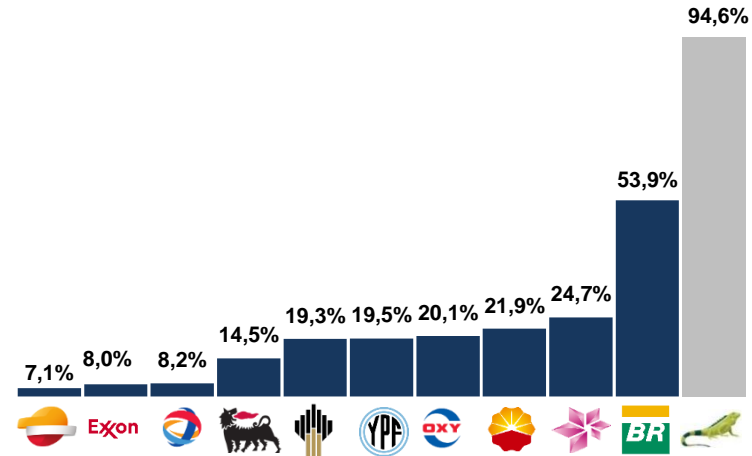


\*Dividend Yield Estimado (CdB)

### 6. EV/Reservas (CdB) (Bloomberg)



### 7. Desempeño 6 meses (Bloomberg)



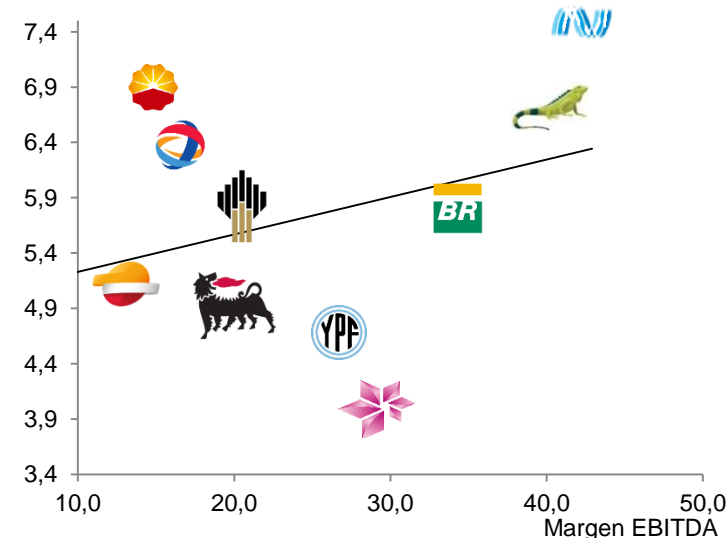
# Margen EBITDA es el atractivo #1 de Ecopetrol

## Se muestra eficiente en toda su integración vertical

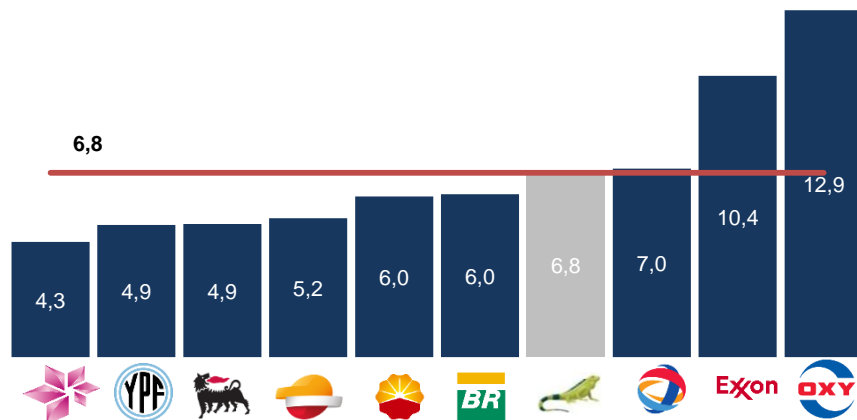


- ✓ **EV/EBITDA y RPG:** Al analizar el múltiplo EV/EBITDA forward y RPG (Relación Precio-Ganancia), la acción de Ecopetrol transa cerca al promedio de sus comparables, lo cual muestra que la petrolera no se ve cara cuando se analizan estos ratios.
- ✓ **EV/Reservas vs EV/EBITDA y RPG:** A pesar de que la acción de Ecopetrol se ve costosa cuando se analiza el múltiplo de EV/Reservas debido al bajo nivel de reservas con que cuenta la compañía, la buena dinámica operacional y una estructura de costos y gastos más eficiente demuestran el desempeño favorable del EBITDA y la utilidad neta con respecto al resto de la industria. De esta manera, los múltiplos relacionados con las cuentas operativas hacen que la acción no se vea costosa vs pares.

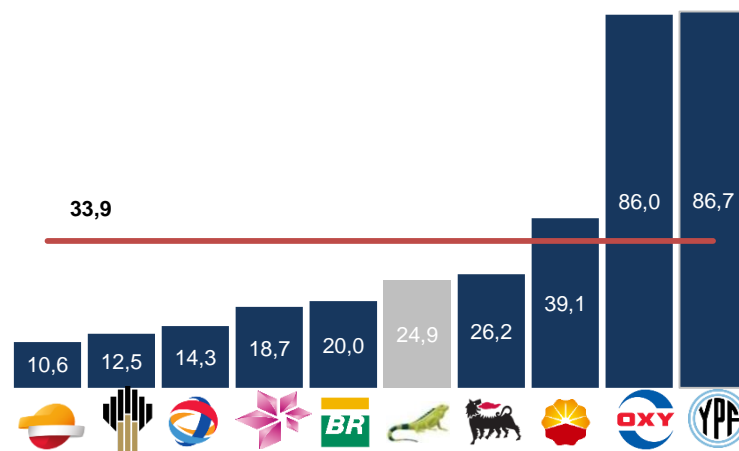
### 9. EV/EBITDA vs Margen EBITDA (Bloomberg)



### 8. Forward EV/EBITDA (Bloomberg)



### 10. Múltiplo RPG (Bloomberg)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Nivel de reservas, el dolor de cabeza

## Producción lucha contra la corriente

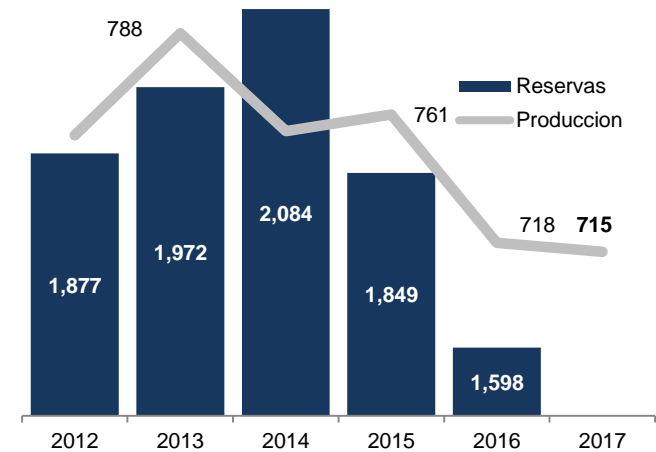


### 4) Principales Riesgos

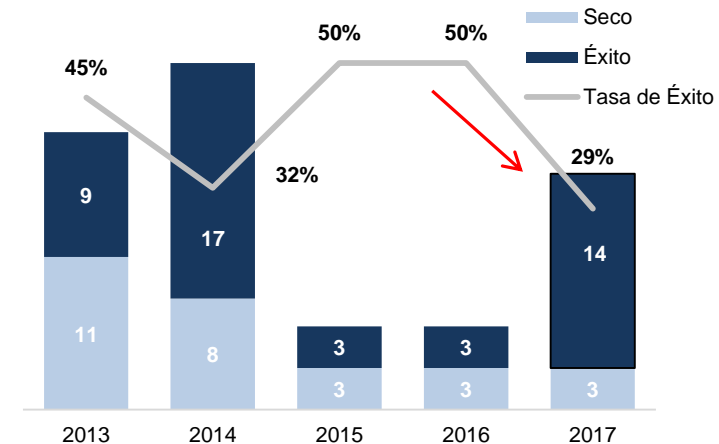
- ✓ **Bajo nivel de reservas:** A pesar de que el incremento en el precio del petróleo tendría un efecto positivo sobre el nivel de reservas del año 2017, este indicador sigue siendo nuestra mayor preocupación, teniendo en cuenta la baja ejecución de CAPEX del año anterior, la falta de hallazgos que tengan un impacto relevante en las reservas y la reducida tasa de éxito. Incluso si actualmente se llegara a realizar un descubrimiento importante, este no sería comerciable y tendría un impacto positivo sobre la producción sino hasta dentro de por los menos 6 años dependiendo de las condiciones del pozo.
- ✓ **Producción en la cuerda floja:** La fuerte caída en el precio del petróleo desde finales del año 2014 ha generado una reducción en la producción de Ecopetrol. Sin embargo, a pesar de que sus principales campos se encuentran en declinación natural, el recobro mejorado ha impedido una mayor disminución en los últimos trimestres. Sin embargo, teniendo en cuenta que el impacto positivo del recobro mejorado sobre la producción es limitado, es urgente que la administración tome medidas para apuntalar el nivel de producción. De esta manera, la adquisición inorgánica de reservas se consolida como una de las posibles soluciones para evitar una mayor declinación en dicho indicador.
- ✓ **Atentados a la infraestructura petrolera:** La intensificación de ataques a los oleoductos de Ecopetrol por parte de grupos insurgentes constituye un riesgo relevante tanto para la producción de la compañía como para la estructura de costos del segmento de transporte.
- ✓ **Desvalorización en el precio del petróleo:** La desvalorización en el precio del crudo constituye uno de los mayores riesgos para la acción de Ecopetrol, donde la posibilidad de que la producción de petróleo en Estados Unidos presente un repunte en los próximos meses podría generar una devuelta del commodity.

### 11. Reservas vs Producción (Ecopetrol)

Millones bepd



### 12. Numero de Pozos Explorados (Ecopetrol)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Ecopetrol a 2.630 mts de altura

## Posibles detonantes del precio de la acción



### 5) Análisis Técnico

- ✓ Desde el punto de vista técnico, el petróleo Brent se encuentra probando el soporte de USD 68 el barril, nivel clave para que Ecopetrol pueda sostenerse por encima del soporte de COP 2.630. Importante que el crudo continúe dentro del canal alcista que ha formado desde mediados del año 2017.
- ✓ La extensión del acuerdo de reducción en la producción entre los países miembros de la OPEP y no OPEP y la continua destrucción de los inventarios en Estados Unidos han generado un repunte importante en el precio del crudo. Sin embargo, el posible incremento en la producción de petróleo norteamericana se perfila como uno de los mayores riesgos del precio del commodity.
- ✓ Como se mencionó anteriormente, es importante que la acción se mantenga por encima de COP 2.630 con ayuda del petróleo. Hay que estar pendientes de cualquier sorpresa en los resultados financieros del 4T17, en la publicación del informe de reservas y cualquier información relacionada con la adquisición inorgánica de reservas que puedan afectar la acción en el corto plazo.
- ✓ Si se llega a dar la ruptura del soporte de COP 2.630, el próximo nivel importante es el COP 2.290. En caso de una valorización adicional, las próximas resistencias se encuentran en los COP 2.920 y 3.100.

### 13. Comportamiento acción Ecopetrol (Bloomberg) (CdB)



### 14. Comportamiento del Brent (Bloomberg) (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Nivel de reservas, como siempre el dolor de cabeza

Para poder mantener la producción estas se deben duplicar



## 6) Conclusión

- ✓ **A pesar de que Ecopetrol no se ve costosa cuando se miran los múltiplos EV/EBITDA y RPG, la valorización de la acción ha estado muy por encima de sus comparables y el bajo nivel de reservas hacen que se vea cara cuando se mira el múltiplo EV/Reservas.** En este sentido, aunque la compañía ha presentado una buena dinámica operacional, posicionándose como una de las petroleras con mayor margen EBITDA en el mundo, consideramos fundamental que se lleve a cabo un aumento en las reservas, ya sea por medio de un crecimiento orgánico o inorgánico.
- ✓ **Consideramos que los riesgos para el precio del crudo son principalmente bajistas** teniendo en cuenta que un mayor equilibrio en el mercado petrolero ya se ha visto reflejado en la importante valorización del precio del commodity. De esta manera, el incremento en el número de plataformas en Estados Unidos aumenta la probabilidad de que la producción del país norteamericano muestre un repunte en los próximos meses, generando presiones bajistas sobre el precio del crudo.
- ✓ **En conclusión, consideramos que el espacio de valorización en la acción de Ecopetrol es limitado y que son mayores los riesgos bajistas.** Sin embargo, es importante destacar que cualquier impulso adicional en el precio del petróleo o un anuncio relevante acerca de un posible aumento en las reservas podrían generar una valorización adicional de la acción en el corto plazo.



# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	<a href="mailto:alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co">alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Angela Pinzón	<a href="mailto:angela.pinzon@casadebolsa.com.co">angela.pinzon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	<a href="mailto:lina.cuellar@casadebolsa.com.co">lina.cuellar@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Gerente Acciones	Omar Suarez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	<a href="mailto:raul.moreno@casadebolsa.com.co">raul.moreno@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

## **Bogotá**

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 7 No 33-42, Piso 10-11

Edificio Casa de Bolsa

## **Medellín**

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



---

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.