

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol como **NEUTRALES**. La petrolera registró una utilidad neta de COP 2,78 Bn (176,7% A/A, -21,1% T/T) y un EBITDA de COP 8,0 Bn (36,7% A/A y -7,1% T/T), inferiores a nuestras expectativas en 27,0% y 7,0% respectivamente, así como frente a las expectativas del mercado. Sin embargo, la opinión neutral sobre los resultados se realiza teniendo en cuenta que durante el trimestre se presentaron notables incrementos en los gastos exploratorios (209,5% A/A y 759,8% T/T), el costo de ventas (21,0% A/A y 8,9% T/T) y la provisión de impuestos (68,4% A/A y 4,2% T/T), ubicados en COP 1,0 Bn, COP 10,6 Bn, y COP 2,2 Bn respectivamente, aunque las tasas impositivas para 3T18, 2T18 y 3T17 fueron 42,1%, 35,1% y 51,4% respectivamente. La producción total de 724 kped para el grupo está en línea con las metas de 2018. Para contextualizar el desempeño de la empresa frente a las expectativas del Gobierno, es indispensable notar que si bien la cotización del petróleo en dólares está lejos de superar los USD 100, algo normal antes de 2014, la cotización en pesos sí supera lo registrado a comienzos de 2012.

02 de noviembre de 2018

B

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

Hechos relevantes

• **Segmento General:** El incremento en los gastos exploratorios no solamente es una necesidad (tal como el capex en exploración y producción), sino que también responden a un comportamiento cíclico, en donde hay una mayor actividad exploratoria y de proyectos en la segunda mitad del año. Durante el trimestre se perforaron cinco pozos exploratorios para un total de nueve en lo corrido del año y una tasa de éxito exploratorio de 44% (la meta son 12 perforadas durante 2018) y responde a la estrategia de construir una base sólida de activos para la sostenibilidad futura de la compañía.

• **Segmentos - Exploración y Producción:** Los ingresos de COP 14,2 Bn para 3T18, crecieron 65,0% A/A y 15,1% T/T, mucho más de lo que creció el precio del petróleo Brent en pesos en esos periodos (44,7% A/A y 5,4% T/T), ayudados por una leve mejora en volúmenes, mientras que el descuento del precio de la canasta de crudos con respecto al Brent se mantuvo alrededor del 11%. Mientras tanto, el crecimiento en el costo de ventas (39,6% A/A y 22,2% T/T) y los gastos operativos (75,0% A/A y 223,7% T/T), ubicados en COP 9,2 Bn y COP 1,3 Bn, junto con la provisión de impuestos de 1,6 Bn (187,2 % A/A) explican buena parte de la menor utilidad. Sin embargo, la tasa impositiva de 43% fue mucho menor a la de 3T17 de 64.1%. El margen EBITDA de 31,3% disminuyó 10,7 p.p. trimestral y aumentó 1,7 p.p. anual. El segmento aporta aproximadamente el 60% del EBITDA total. Los gastos asociados al incremento de la actividad exploratoria explican buena parte de la disminución en la utilidad, lo cual vemos como positivo, toda vez que venimos recalcando la necesidad de que la compañía incremente su nivel de reserva.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	140,2
Ultimo Precio	3.410
YTD	54%
Dividend Yield	2,6%
Participación Colcap	17,9%

Andrés Duarte
Director de Renta Variable

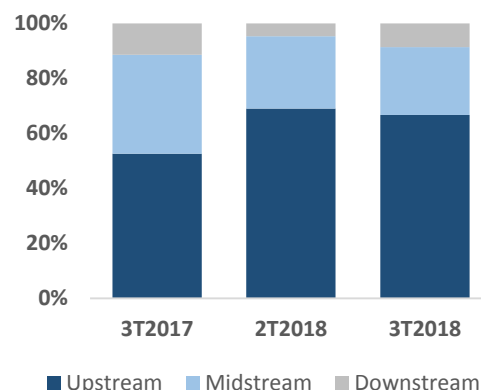
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

Ecopetrol | Entrega de Notas 3T18

Gastos exploratorios ganan protagonismo

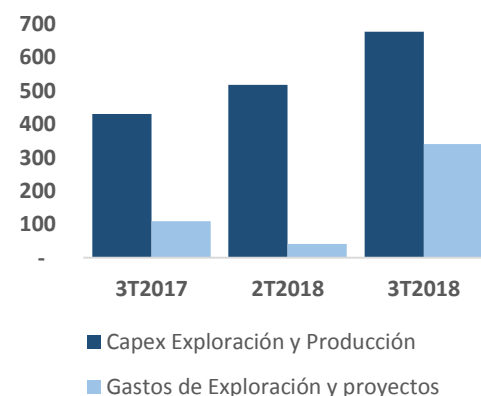
• **Segmentos – Transporte:** El segmento se vio beneficiado por el leve incremento en los volúmenes transportados (3,4% A/A y 1,0% T/T), destacándose el crecimiento de productos refinados (5,2% A/A y 1,6% T/T). Desde el comienzo del año entró en operación el sistema San Fernando – Monterrey y desde 2S17 el sistema P135, aunque la reconciliación de cargos por el proyecto P135 en Ocesa ya terminaron. Más que el incremento en la producción nacional, fue gracias a la reversión del Bicentenario que se logró mantener los niveles de crudo transportados. El margen EBITDA de 77.2% aumentó 0,2 p.p. trimestral y disminuyó 1,1 p.p. anual. La compañía logró bajar el factor de dilución de 20% en 2014 a 14% en la actualidad, facilitando y abaratando el transporte de su producción.

Aporte al EBITDA por Segmento



• **Segmentos – Refinación:** Aunque aún no genera utilidades, el segmento de refinación no para de mejorar, con crecimientos del EBITDA de 3,3% AA y 70,2% T/T, ubicándose en COP 0,7 Bn. Adicionalmente, los márgenes de refinación de USD 13,9/BI para Barrancabermeja y USD 12,1/BI para Cartagena, mejoraron 32,4% T/T y 9,0% T/T, mientras que el precio promedio de la referencia Brent continuó incrementando respecto al trimestre anterior. Destacamos esto, pues la incorporación de los nuevos costos de los insumos a los precios de venta tiene un rezago, razón por la cual el margen de refinación de 2T18 disminuyó respecto al primer trimestre a pesar de que el precio del commodity aumentó. La carga promedio diaria del segmento fue de 380 mil barriles, un hito para la compañía.

Capex (USD MM)



Resumen resultados financieros

COP Miles de MM

	Ecopetrol				
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	17.876	13.325	16.987	34%	5%
Costo variables	6.342	4.668	5.819	36%	9%
Costo fijos	2.228	1.925	2.039	16%	9%
Costo de ventas	10.623	8.777	9.757	21%	9%
Utilidad bruta	7.253	4.548	7.230	59%	0%
Gastos operativos	1.600	1.225	846	31%	89%
Utilidad operacional	5.623	3.323	6.384	69%	-12%
Utilidad Neta Controladora	2.775	1.003	3.519	177%	-21%
EBITDA	7.997	5.852	8.609	37%	-7%
Margen Bruto	40,6%	34,1%	42,6%	644 pbs	-199 pbs
Margen Operacional	31,5%	24,9%	37,6%	652 pbs	-613 pbs
Margen Neto	15,5%	7,5%	20,7%	800 pbs	-519 pbs
Margen EBITDA	44,7%	43,9%	50,7%	82 pbs	-594 pbs

Gerencia de Inversiones

Mesa Distribución

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Pieschacon

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

Ricardo Herrera

Vicepresidente Comercial
ricardo.herrera@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional
alejandfo.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

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

Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

Angela Pinzón

Analista de Renta Fija
angela.pinzon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

John Alexander Jiménez

Gerente Comercial Bogotá
jjimenez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22721

Mesa Institucional Renta Fija

Enrique Fernando Cobos

Gerente Mesa Institucional
enrique.cobos@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Diego Velásquez

Analista de Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Ivette Cepeda

Gerente Comercial
i.cepeda@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Omar Suarez

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

Adda Padilla

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

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.