



Ecopetrol

Foco en dividendos y refinanciación

Valor Justo:

COP 3,020

Mantener

Potencial: 48.5%

Riesgo: **Muy Alto**

Cierre: 2,034

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	83,631
Dividendo anual 2023E (COP)	717
Retorno por dividendo	35.3%
%MSCI Colcap	14.6%
# Acciones (mm)	41,117
P/VL actual	1.54x
P/U actual	6.63x

Esperamos una moderación en los resultados del 2023 ante menores precios del crudo y los mayores costos de financiación. No obstante, el desempeño financiero se mantendrá positivo en comparación a su historia. Así, proyectamos que la compañía continúe entregando valor a sus accionistas a través del dividendo, que alcanzaría en un escenario conservador un retorno de 20% en 2023.

A pesar de esto, destacamos que el sector tiene riesgos importantes como el efecto de la desaceleración económica global en el precio del crudo y la incertidumbre por las propuestas y decisiones del nuevo gobierno, factores que podrían seguir pesando en las decisiones de los inversionistas.

¿POR QUÉ MANTENER?

Aunque somos conscientes que los escenarios que descuentan el precio de Ecopetrol son muy negativos, no preveemos un cambio en el sentimiento de los inversionistas hasta que no se tenga mayor claridad sobre el futuro del sector, el impacto de la reforma tributaria, su gobierno corporativo y la estrategia corporativa enmarcada en las expectativas del nuevo gobierno.

Autores

Ana María Guasca
Analista Acciones
amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





ECOPETROL / FICHA TÉCNICA

Ecopetrol S.A. (ECOPETL: BVC) es una compañía colombiana, verticalmente integrada de petróleo y gas, la cual tiene como líneas de negocio: i) Exploración y Producción, ii) Transporte y iii) Refinación. Además, con la adquisición del 51.4% de las acciones de ISA, incorporó a su portafolio las líneas de transmisión de energía y la construcción de vías. De la misma manera, Ecopetrol cuenta con

una participación superior al 60% de la producción de hidrocarburos (crudo y gas) a nivel local. En el frente internacional, Ecopetrol se enfoca en operaciones de Exploración y Producción primordialmente en Estados Unidos, Brasil y México, aprovechando las sinergias y alianzas con sus pares regionales.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	139,417	244,250	265,012	267,403	269,001
Pasivos	83,598	150,498	153,028	149,811	143,732
Patrimonio	55,819	93,752	111,983	117,593	125,269
Pasivo/Activos	60.0%	61.6%	57.7%	56.0%	53.4%
Deuda Neta/EBITDA	1.9x	0.7x	0.6x	0.8x	1.6x
ROE	3.0%	17.8%	30.2%	21.4%	17.5%
ROA	1.2%	6.8%	12.8%	9.4%	8.1%
ROIC	4.9%	14.5%	20.1%	13.7%	11.9%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos operacionales	50,027	91,744	143,412	111,094	104,379
Costo de ventas	(37,554)	(55,581)	(78,303)	(65,437)	(63,783)
Utilidad Bruta	12,473	36,163	65,109	45,657	40,596
Gastos administrativos	(4,839)	(6,570)	(8,002)	(6,386)	(6,045)
Utilidad Operacional	7,634	29,593	57,107	39,271	34,550
Utilidad Neta	1,688	16,694	33,872	25,110	21,867
EBITDA	16,841	41,967	70,597	53,712	50,781
Margen Bruto	24.9%	39.4%	45.4%	41.1%	38.9%
Margen Neto	3.4%	18.2%	23.6%	22.6%	20.9%
Margen EBITDA	33.7%	45.7%	49.2%	48.3%	48.7%



COMPARTIR

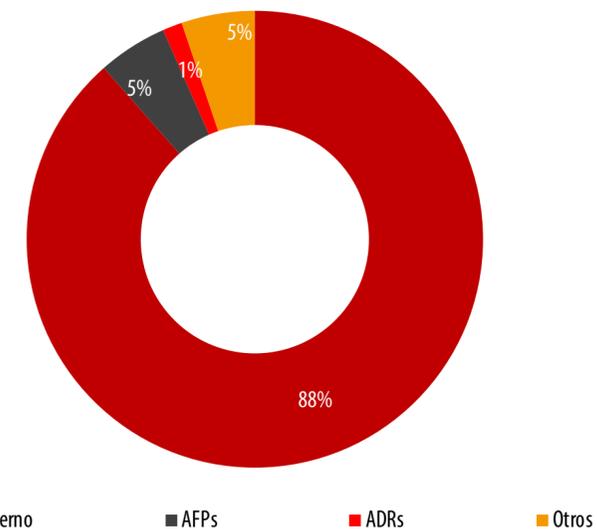




Resumen					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	41,117	41,117	41,117	41,117	41,117
Cap. Bursátil (COP mil millones)	92,307	110,604	83,631	83,631	83,631
Precio (COP/acción)*	2,245	2,690	2,034	2,034	2,034
VL (COP/acción)	1,267	1,745	2,127	2,243	2,408
UPA (COP/ acción)	41	406	824	611	532
Deuda Neta	41,649	80,511	77,749	71,168	63,339
EV	137,680	213,134	185,920	180,166	173,213
EV/EBITDA	8.2x	5.1x	2.6x	3.4x	3.4x
P/VL	1.8x	1.5x	1.0x	0.9x	0.8x
P/U	54.7x	6.6x	2.5x	3.3x	3.8x
Retorno por dividendos	8.0%	0.6%	21.9%	35.3%	26.1%
Dividendo por acción	180	17	446	717	531
Producción (kbped)	697	679	701	719	747
Precio Crudo Brent (USD/bl)	43	71	100	84	78

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



Fuente: Ecopetrol

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



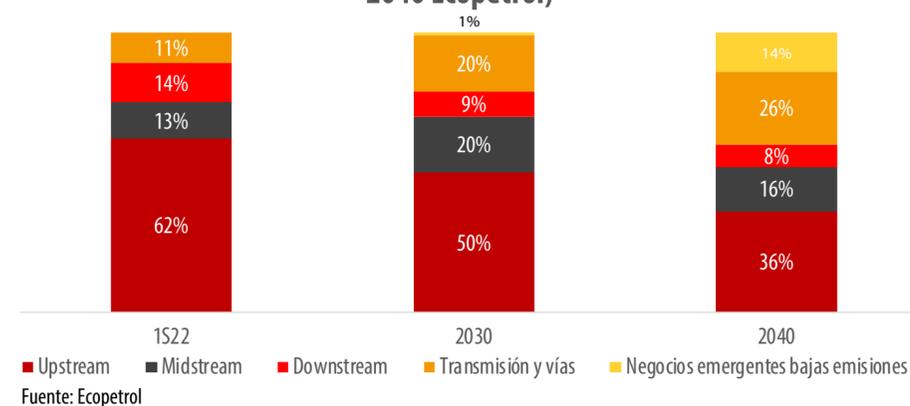


HIPÓTESIS DE VALOR

Cadena de valor integrada y con capacidad para capturar sinergias: Ecopetrol participa en todos los eslabones de la cadena de hidrocarburos (exploración, producción, transporte, refinación y comercialización). Esto le ha permitido lograr eficiencias y sinergias en la operación, resultando en mejores márgenes y una rentabilidad destacable (ROACE promedio entre 2015 y 2021: 8%-10%; 2022: 17%, 2023e: 14%) que ha superado su costo de capital durante los últimos años. Ecopetrol ha enfrentado dos crisis petroleras durante los últimos siete años, e incluso en la pandemia, cuando el precio del petróleo alcanzó el nivel más bajo de su historia, la diversificación le permitió a la compañía seguir generando utilidades.

Adicionalmente, con la integración de ISA, se ha propuesto avanzar hacia una mayor relevancia de negocios con bajas emisiones, e incluso Ecopetrol estima que la compañía puede tener una participación activa en el proceso de transición energética por el cual está atravesando el mundo y al que Colombia busca adaptarse rápidamente.

Estimación de participación en EBITDA por línea de negocio (Plan 2040 Ecopetrol)



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺

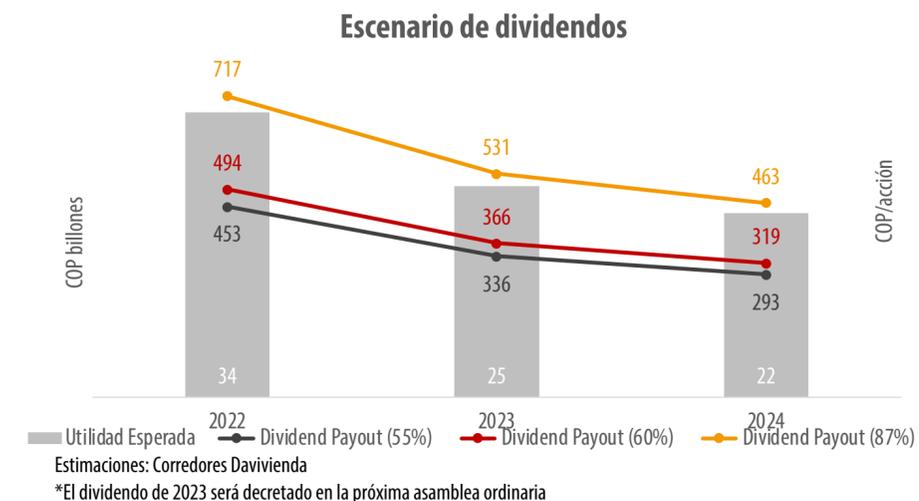


Utilidades de 2022 se traducirían en dividendo récord para 2023: Las utilidades de Ecopetrol para 2022 se han beneficiado del incremento del precio del Brent y las eficiencias que ha logrado la compañía en su operación. Destacamos que, en el primer semestre de 2022, la utilidad de la compañía fue de COP 17 billones, superando las utilidades de todo el 2021 (COP 16.7 billones).

Esto, sumado a las necesidades de recursos del gobierno central, nos permiten prever que el dividendo que se decretará en 2023 será récord. En el Marco Fiscal de Mediano Plazo se estimó un dividendo de COP 681/acción, pero incluso este podría ser más alto si se mantiene el *payout* de 87% que se usó para el dividendo aprobado en la Asamblea General de abril de este año.

Con un promedio del Brent de USD 100.2/bl en 2022, y un *payout* de 87%, estimamos un dividendo de COP 717/acción en nuestro escenario base, el cual a precios de COP 2,034/acción, equivale a retorno por dividendos de 35.5%. Por otra parte, de mantener el *dividend pay-out* histórico (60%), en un escenario conservador el

dividendo sería COP 494/acción, el cual igualmente significa un retorno por dividendo alto (24.3%). Aquí es importante recalcar que, de materializarse estos supuestos, un inversionista que adquiera la acción al precio actual recuperaría su inversión en alrededor de 4 años vía dividendos



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 🗨️



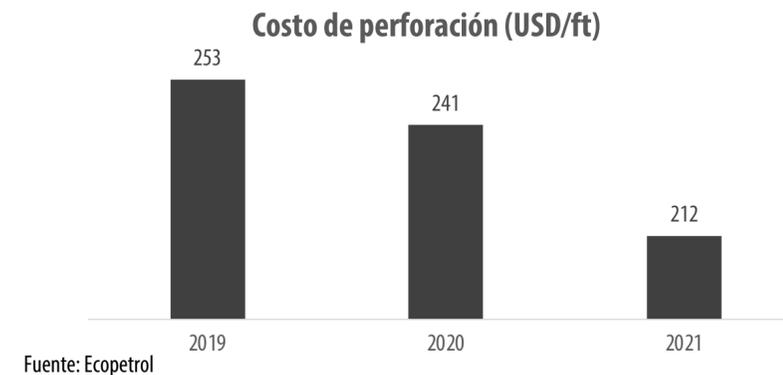
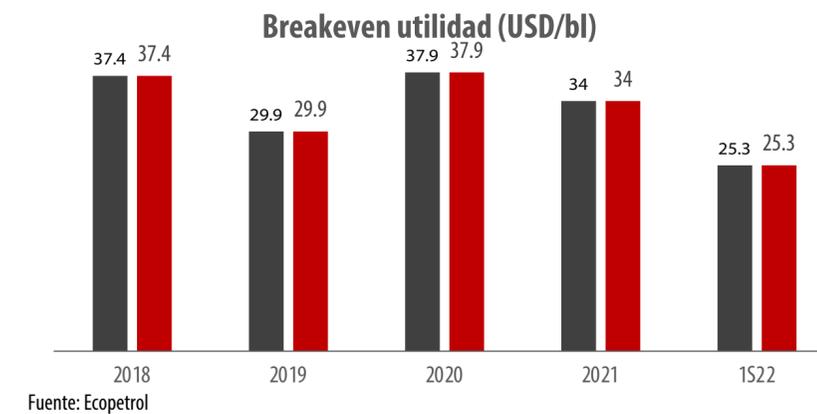
Eficiencias permiten viabilidad a precios bajos del petróleo.

Desde el año 2016 Ecopetrol inició una serie de planes para adaptar su estructura de costos a escenarios adversos de precios de petróleo. Esto le ha permitido año a año ir generando eficiencias, que se han traducido en márgenes operativos muy superiores a los vistos hace unos años y frente a sus pares. Estas optimizaciones están principalmente centradas en:

- I) OPEX, mediante estrategias para mejorar el costo de levantamiento, en el área comercial, y optimizaciones en la generación eléctrica.
- II) CAPEX, logrando disminuir en 2021 el costo por pie perforado en 29 USD/ft y el costo de completamiento disminuyó 62 KUSD/pozo en 2021.

Esto ha conllevado a que, para el plan estratégico a 2040, los proyectos de inversión del Plan 22 - 24 tienen un precio promedio de equilibrio de 36 USD/Bl. Este rango de precios se ubica muy por debajo de nuestras estimaciones para 2022, y 2023, los cuales están en USD 100/bl y USD 83.5/bl, respectivamente. Sobre esta base, y teniendo en cuenta que el plan de Ecopetrol no tiene incorporado

aportes de fracking en Colombia, creemos que la compañía podrá cumplir con la expectativa de producción por lo menos hasta el 2030.



COMPARTIR

-
-
-
-
-





RIESGOS

Expectativa por posibles cambios de estrategia y gobierno corporativo. Ante los pronunciamientos del Presidente de la República y del Ministro de Hacienda, los inversionistas están a la expectativa por posibles cambios en los miembros de la Junta Directiva, así como por la definición respecto al equipo directivo de la compañía. Estos cambios, en caso de ocurrir, serán determinantes para la expectativa de mediano plazo sobre el emisor.

Por otro lado, Ecopetrol presentó a inicios de 2022 su plan estratégico hasta el año 2040 el cual, aunque está encaminado a transitar de forma ordenada en la transición energética, podría tener modificaciones teniendo en cuenta que el nuevo gobierno ha mencionado que no se adjudicarán nuevas áreas para la exploración petrolera, y ha sido explícito en su interés de prohibir el fracking en Colombia. Además, resaltamos que Ecopetrol de abril a junio fue la acción favorita para invertir de los inversionistas institucionales, según la Gran Encuesta de Activos Financieros Davivienda Corredores, no obstante, a raíz del entorno mencionado, esta

opinión cambió.

Disminución en el precio del petróleo por menor crecimiento económico. Este año la referencia Brent alcanzó niveles de USD 139/bl, cuando en el 2020 el promedio fue de USD 41/bl . Para el segundo semestre del año, el precio de este *commodity* retrocedió ante la expectativa de un menor crecimiento económico global y, por lo tanto, de la demanda de crudo.

Nuestro valor justo incorpora un promedio del Brent de USD 83/bl y USD 77/bl para 2023 y 2024 respectivamente, y de USD 65/bl para el largo plazo. Sin duda el precio del Brent es la variable más importante en nuestro modelo, y muy difícil de estimar por su elevada volatilidad, por lo que a continuación presentamos un análisis de sensibilidad a diferentes niveles en conjunto con variaciones en la tasa de cambio:



COMPARTIR





COMPARTIR

-
-
-
-
-

		Precio Promedio Brent (Base 4T23=USD 82/bi)						
		61	66	71	81	91	96	101
Tasa promedio 2023 (Base= \$3,970)	3,570	1,380	1,700	2,010	2,620	3,230	3,540	3,850
	3,670	1,450	1,770	2,090	2,720	3,350	3,670	3,990
	3,770	1,510	1,850	2,170	2,820	3,470	3,800	4,140
	3,870	1,580	1,920	2,260	2,920	3,590	3,930	4,290
	3,970	1,650	1,990	2,340	3,020	3,710	4,070	4,440
	4,070	1,710	2,070	2,420	3,120	3,840	4,210	4,600
	4,170	1,780	2,150	2,510	3,230	3,970	4,350	4,760
4,270	1,850	2,220	2,590	3,330	4,100	4,500	4,920	

Estimaciones: Corredores Davivienda





Impacto en caja por el déficit del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC): El incremento acelerado en el saldo del FEPC impacta la generación de caja de la compañía vía mayores necesidades de capital de trabajo. Para el cierre del año, el gobierno estima que la cuenta por pagar a Ecopetrol alcance más de COP 30 billones, de los cuales ~60% serían por el diferencial en ACPM y el ~40% en la venta de gasolina. A la fecha, se conoce que el gobierno iniciará el incremento gradual de la gasolina (COP 200/gl mensual de octubre a diciembre de 2022), pero para el ACPM, aún no se ha definido medidas, por el impacto en la inflación. Tampoco se ha definido el ajuste en 2023.

Recalamos que todavía no sabemos cómo se saldrá esta cuenta, pero no descartamos que pueda ser vía dividendos, como ya sucedió este año para saldar la cuenta a marzo. Sin embargo, esto se tradujo en una descapitalización de la compañía, lo cual restringe la capacidad de inversión en el largo plazo. En todo caso, entre más tiempo pase en formularse una estrategia para el manejo del déficit del FEPC, y el petróleo continúe en niveles altos, más costoso puede ser el efecto para Ecopetrol y las finanzas públicas.

Estimamos que para el 2023, el saldo sería de COP 33.6 billones, con los siguientes supuestos:

1. El saldo a cierre de 2022 es de COP 30.1 billones, según la proyección del gobierno.
2. El precio promedio del Brent a 2023 es de USD 83/bl.
3. Aumento de COP 200/gl de gasolina mensual entre octubre y diciembre de 2022, y de COP 350 mensual en 2023, lo que sería un ahorro de COP 7.5 billones frente al escenario pasivo.
4. Se pagarían COP 19.6 billones, según el Presupuesto General de la Nación –PGN–.

Esto refleja la importancia de hacer un ajuste en el precio del ACPM, ya que, si asumimos que el ACPM sube COP250/gl mensual desde enero del 2023 el ahorro adicional sería de COP 3.7 billones.

Además, es posible que el abono al saldo del FEPC sea mayor si se distribuye el 100% de las utilidades de 2022, como ocurrió este año. En ese caso la disminución adicional, si se cumple nuestra estimación de utilidades de COP 33.9 billones, podría ser de COP 10.2 billones.

En este sentido, teniendo en cuenta los supuestos ya mencionados, creemos que el impacto en el precio de la acción es cercano a COP-300/acción.



COMPARTIR

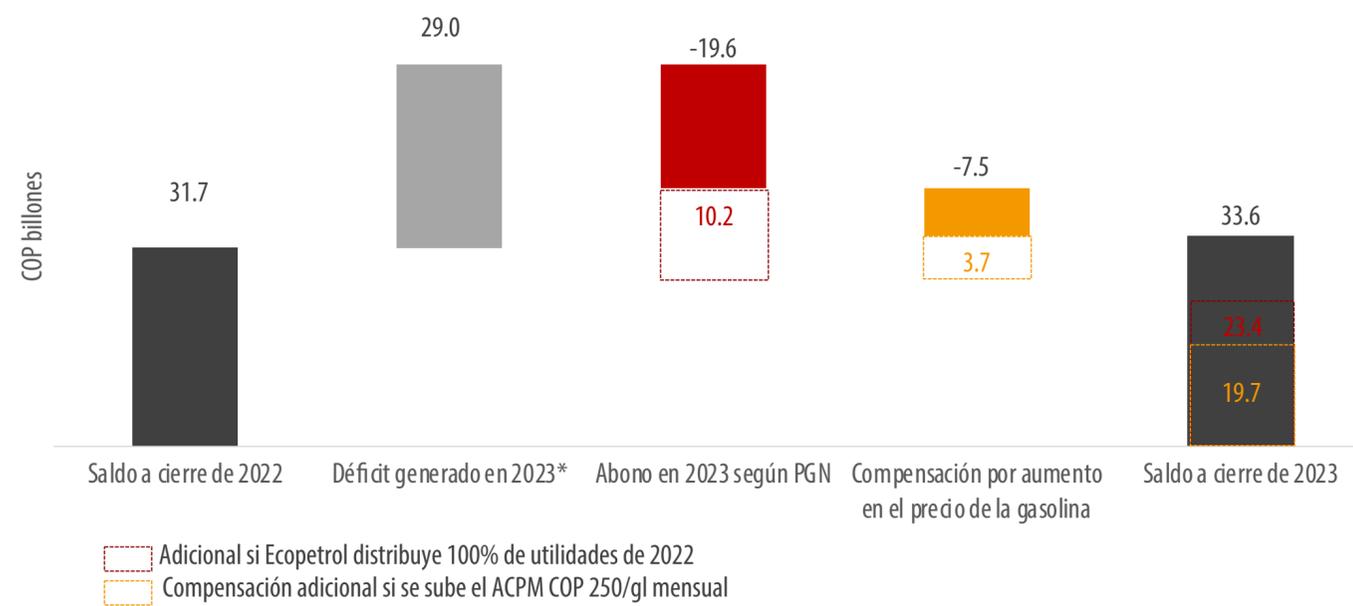
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

Movimientos estimados del FEPC 2023



Estimaciones: Corredores Davivienda | * En escenario pasivo y con BRENT promedio de USD84/bl en 2023



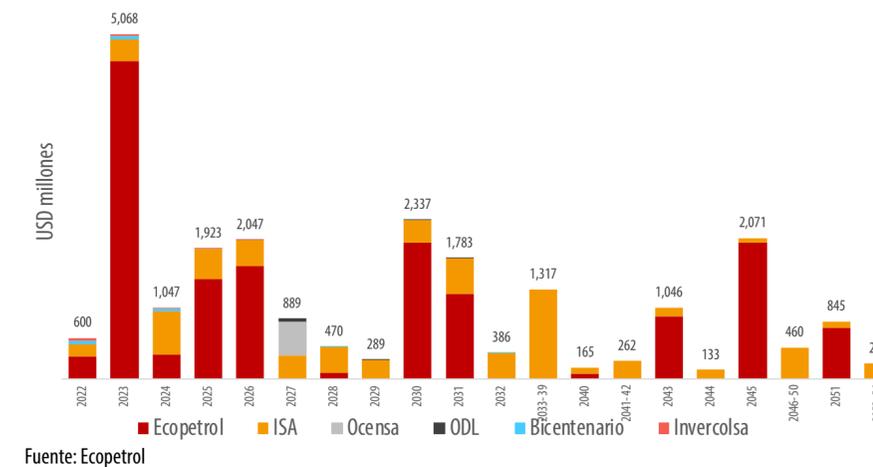


Retos en refinanciamiento ante la actual coyuntura de tasas: Ecopetrol tiene vencimientos de deuda importantes entre agosto y septiembre del 2023, donde sobresalen los bonos internacionales por USD 1,800 millones, y el crédito que se adquirió para financiar la compra de ISA, por USD 1,700 millones. Sobre este último, vale la pena resaltar que en su momento Ecopetrol había anticipado que la emisión de acciones sería una fuente de financiamiento, sin embargo, el proceso se pospuso ante la coyuntura actual y, a la fecha, no conocemos detalles finales de la estrategia de refinanciamiento. Es así como el pasado mes de agosto la agencia calificadora Moody's, aunque confirmó la calificación de crédito global de Ecopetrol en Baa3 con perspectiva negativa, redujo la evaluación crediticia de referencia (BCA) de Ba1 a Ba3 debido al riesgo de refinanciación.

En un contexto en el que a nivel global las tasas de interés están aumentando, y a nivel interno se presenta incertidumbre respecto a posibles cambios regulatorios y tributarios para el sector petrolero, consideramos que la compañía cuenta con diversos mecanismos de financiación y un acceso demostrado a los mercados de capitales; sin dejar de lado el respaldo del gobierno. Sin embargo, sí esperamos

que el costo de la deuda se incremente, lo que representa un mayor costo de capital y mayores gastos financieros.

Vencimiento de la deuda



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️





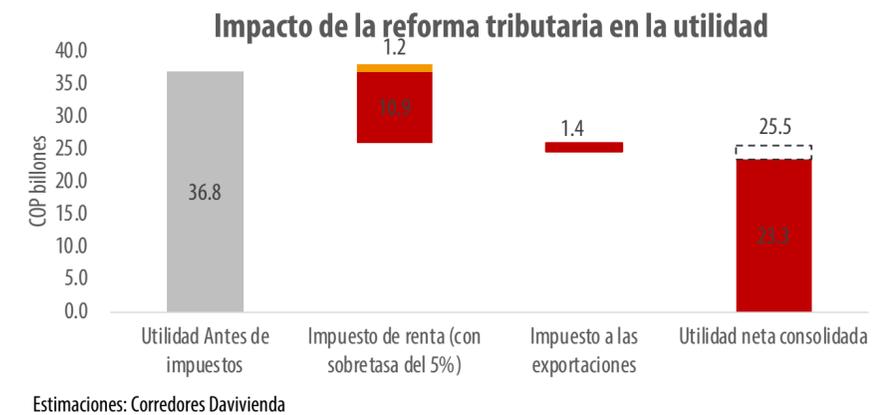
Impacto de la reforma tributaria: Desde la primera vez que se dio a conocer la propuesta de reforma tributaria, se han realizado varios cambios. Actualmente de acuerdo a las modificaciones la propuesta contempla:

1. Una sobretasa del 5% sobre el impuesto de renta para las compañías del sector, permitiendo que las empresas puedan seguir descontando las regalías de sus declaraciones de renta.
2. En cuanto al impuesto a las exportaciones de petróleo crudo, la tarifa se ajusto de 10% (desde la propuesta inicial) a 20%, sobre la proporción del valor de las exportaciones, derivada de un precio internacional superior al umbral, el cual se establecería con el promedio de cotización de los últimos 20 años, el cual a hoy sería de WTI en USD 71/bl.

$$= \frac{Pobs_t - Pumbral}{Pobs_t}$$

Con este ajuste, el impacto según nuestras estimaciones pasaría de COP 4.6 billones (propuesta inicial de Reforma tributaria) a ~COP 2.6 billones anuales, el cual decrece, en la medida en la que el precio del WTI disminuya.

Tomando como base nuestras estimaciones, el impacto de estas propuestas en el valor justo de Ecopetrol ascendería a una disminución de COP 172/acción mientras que con la propuesta inicial de la reforma esta disminución sería de COP 670/acción.



COMPARTIR

- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Metodología de valoración: Para estimar el valor justo de Ecopetrol, utilizamos la metodología de suma de partes de los negocios de Exploración y Producción, Transporte, Refinación y el valor de la participación en ISA, tomando como base nuestra estimación de Valor Justo.

Igualmente, los parámetros utilizados para la valoración de la compañía tuvieron en cuenta :

- WACC del negocio de Producción y Exploración: 14.7%, beta apalancado de 2.0x, costo del equity (Ke) de 17.9% (COP)
- WACC del negocio de Transporte y Refinación: 13.0%, beta apalancado de 1.04x, costo del equity (Ke) de 15.5% (COP)
- En cuanto a ISA, el valor que le corresponde a Ecopetrol por el 51.4% de las acciones, se tomó a un precio por acción de COP 24,700, según nuestras estimaciones.

Valoración			
Líneas de negocio	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
Upstream (Producción y Exploración)	58,202	29.3%	1.8x
Midstream (Transporte)	72,024	37.7%	7.4x
Downstream (Refinación)	49,450	25.5%	8.4x
Enterprise Value Ecopetrol sin ISA	179,677		
Deuda+ Interés minoritario	78,817		
Caja	9,144		
Total Ecopetrol sin ISA	110,004		
ISA	14,066	7.2%	5.1x
Valor del equity	124,070		
Número de acciones (millones)	41,117		
Valor Justo	3,020		



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 💬