

Ecopetrol

Oportunidades para seguir creciendo

Valor Justo:
COP 2,830
 Vender

Potencial: 63% Riesgo: Medio Cierre: 1,900

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	17,720
Dividendo anual 2023E (COP)	203
Retorno por dividendo:	10.5%
% MSCI COLCAP:	6.8%
# Acciones	9,181
P/VL actual:	1.46x
P/U actual:	9.09x

Colombia cuenta con un amplio potencial de recursos costa afuera, lo que significa una oportunidad para incrementar sus reservas; sin embargo, este es un catalizador que solo empezaría a materializar hasta dentro de 5 años.

Igualmente, si bien el precio del crudo puede mantenerse en niveles altos, el impacto de la mayor tasa de impuesto sobre utilidades no permitirá capturar gran parte de este potencial vía dividendos. Finalmente, destacamos riesgos importantes como el efecto que podría tener la desaceleración económica global en el precio del crudo y la incertidumbre frente a ajustes estratégicos con la nueva administración; factores que podrían seguir pesando en la decisión de los inversionistas, limitando su potencial de valorización.

> ¿POR QUÉ VENDER?

Si bien el valor justo de Ecopetrol está por encima de su precio de mercado, el potencial de valorización es uno de los más bajos del mercado, y no compensa los importantes riesgos que enfrenta el sector. Igualmente, a pesar de que el precio del crudo se puede mantener en niveles elevados, la alta carga impositiva limitaría que esto se traduzca en mayores dividendos.

Autores

Ana María Guasca
 Analista Acciones
 amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com

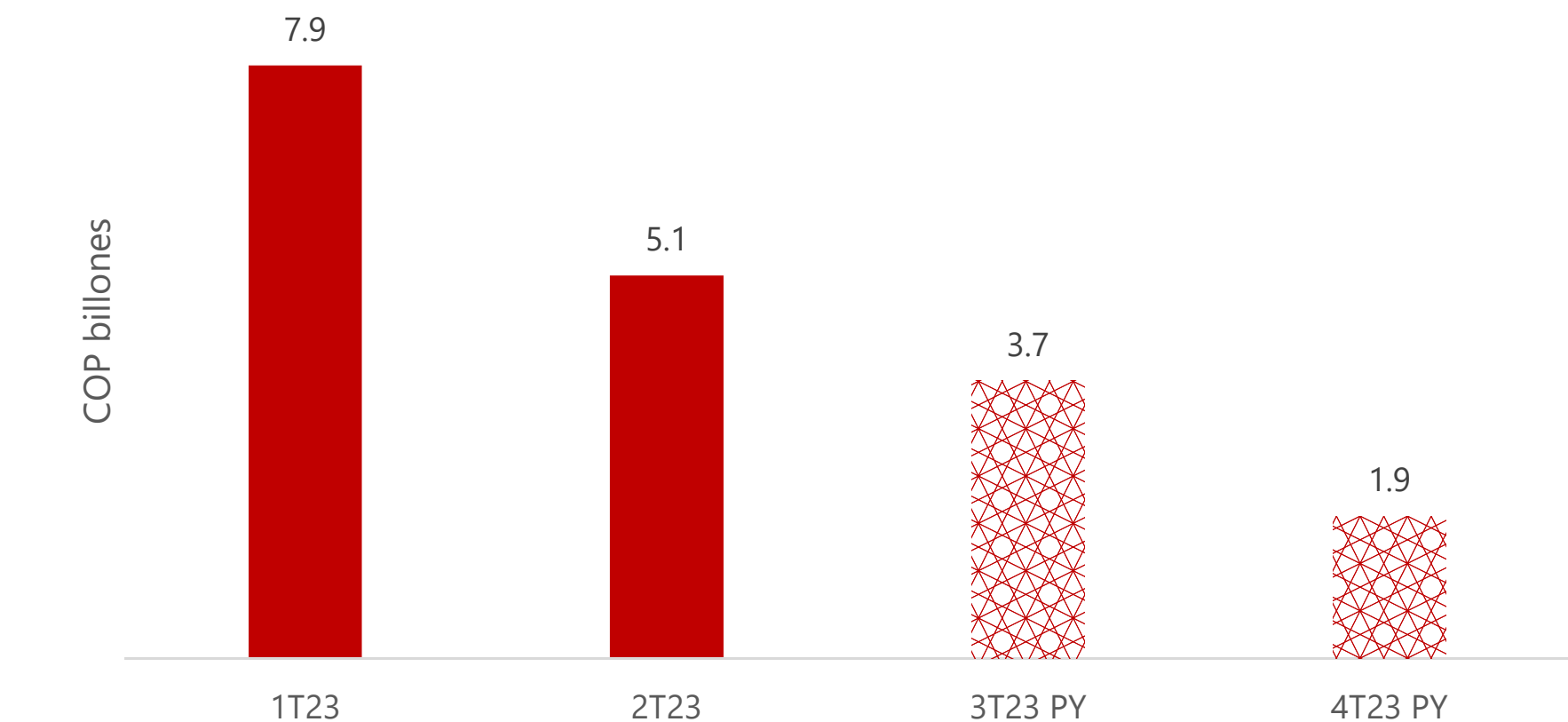
> TESIS DE INVERSIÓN

Se disipa el impacto generado por el Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC): Una de las principales preocupaciones sobre Ecopetrol ha estado relacionada con el impacto, en la caja, del déficit que genera el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles.

Para solucionar el déficit, el Gobierno Nacional ha girado recursos en efectivo por COP5.9 bn (COP 4 bn en diciembre 2022 y COP 1.9 bn durante 2023), planea compensar COP22.6 bn y que a cierre de año el saldo corresponda solo al déficit generado en 2023 (COP 18.6bn). Pero más importante que lo anterior es que empezó desde finales de 2022 a incrementar el precio de la gasolina para cerrar la brecha y disminuir la acumulación de déficit. Esto ha llevado a que mientras el primer trimestre del 2023 dejó un déficit de COP 7.9 bn, se estima que en el cuarto trimestre del año el acumulado de los tres meses sea de COP 1.9 bn, es decir, 76% menor.

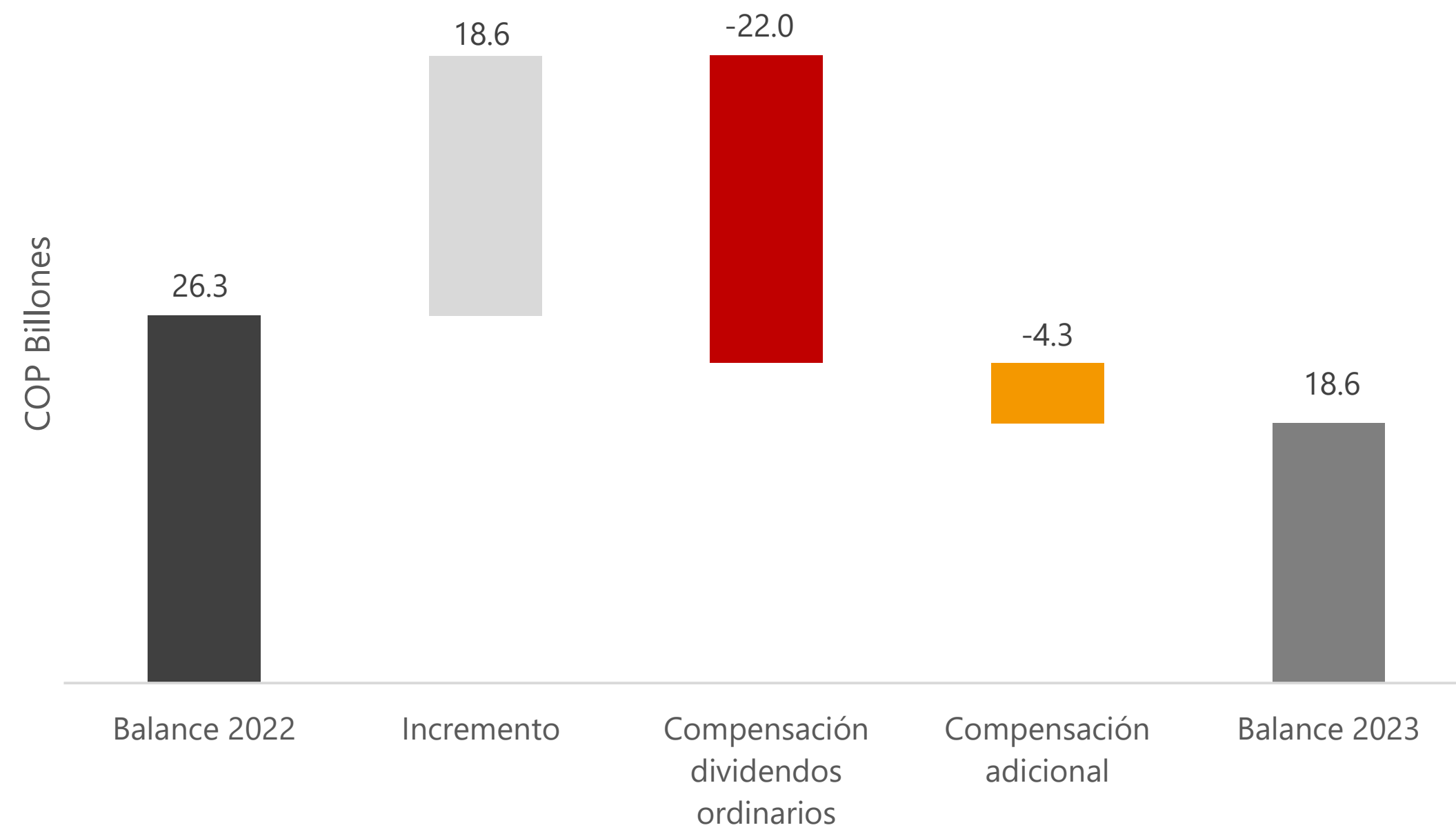
En este sentido, de continuar con estos incrementos, empezar un ajuste en el ACPM y pagar la deuda pendiente, se eliminaría una presión muy importante para el flujo de caja de la compañía, lo que aumentaría la capacidad de inversión y crecimiento de Ecopetrol.

Incremento del saldo del FEPC



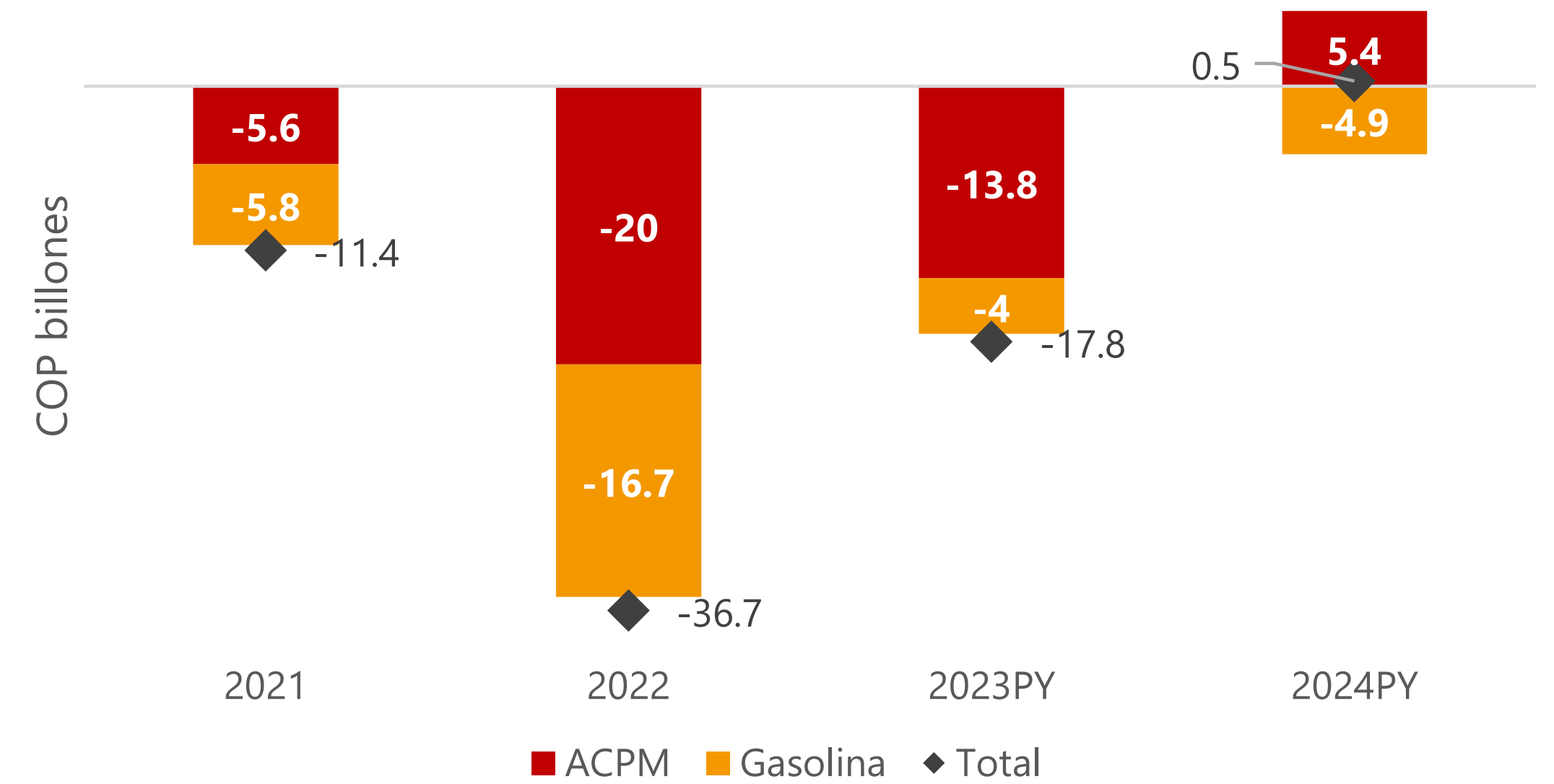
Fuente: Ecopetrol

Balance del FEPC a cierre de 2023



Fuente: Ecopetrol | Estimaciones: Davivienda Corredores

Posición neta del FEPC por combustible



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023

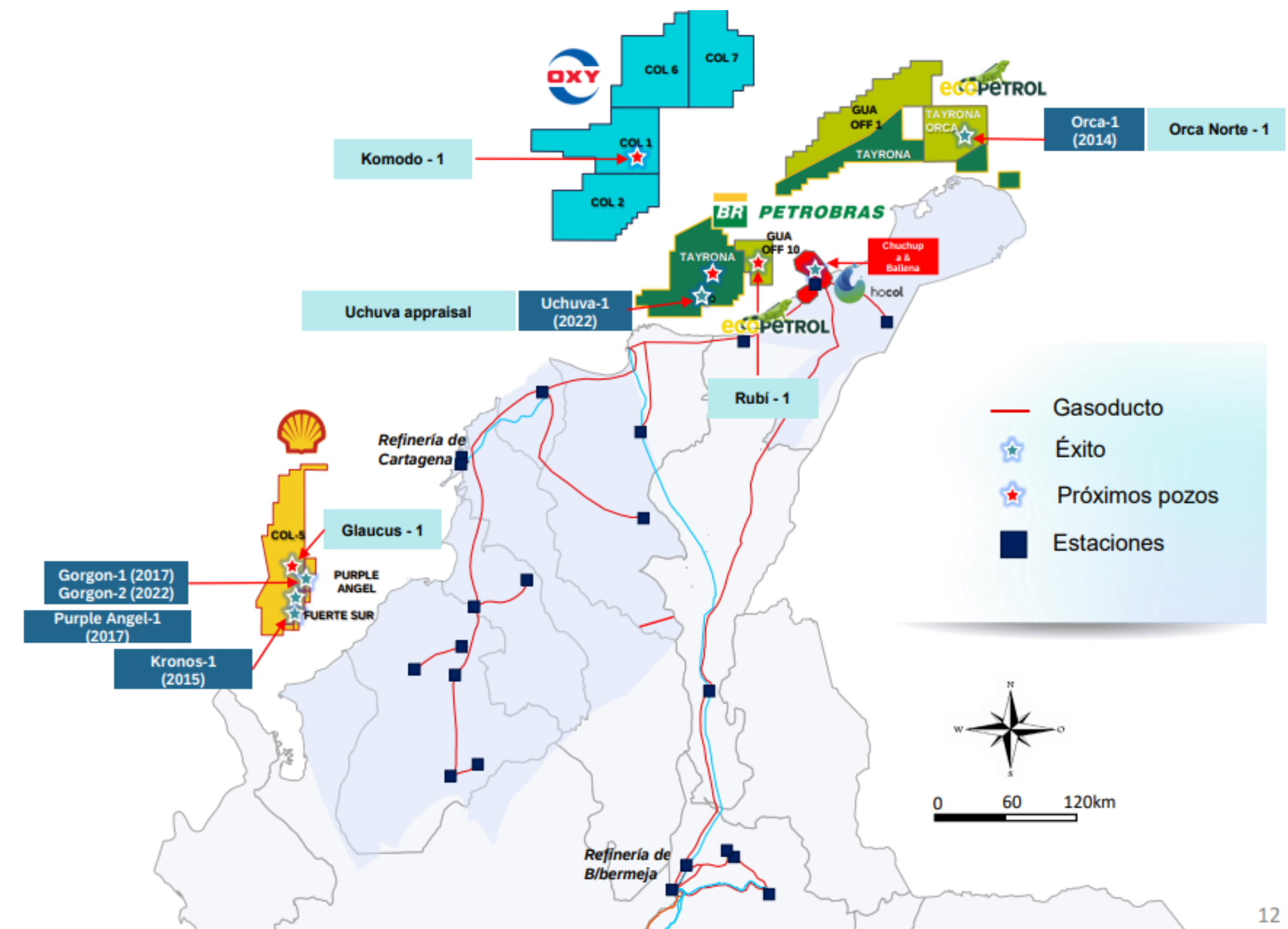
> TESIS DE INVERSIÓN

Potencial de gas en Colombia para el mediano plazo:

Como lo mencionó la compañía en su actualización de la Estrategia 2040, el gas jugará un papel muy importante en la transición energética, por lo cual, el grupo impulsará las inversiones en gas natural, destacando el potencial que existe costa afuera, según el proceso exploratorio adelantado hasta el momento.

Actualmente, el portafolio exploratorio cuenta con 103 bloques, concentrados principalmente en Colombia, de los cuales hay 46 oportunidades costa afuera. En este sentido, la compañía espera que se logre aportar reservas y producción a partir del año 2028. Actualmente, hay 11 contratos exploratorios costa afuera en donde el volumen potencial descubierto en el norte es de 2 a 5 Terapés Cúbicos y, en el sur, de 2.5 a 7 Terapés Cúbicos. Esto tendría un efecto positivo en el largo plazo para los resultados operativos de Ecopetrol, y mitigaría el efecto de la declinación de los campos actuales en la producción.

Portafolio de Ecopetrol en Costa Caribe



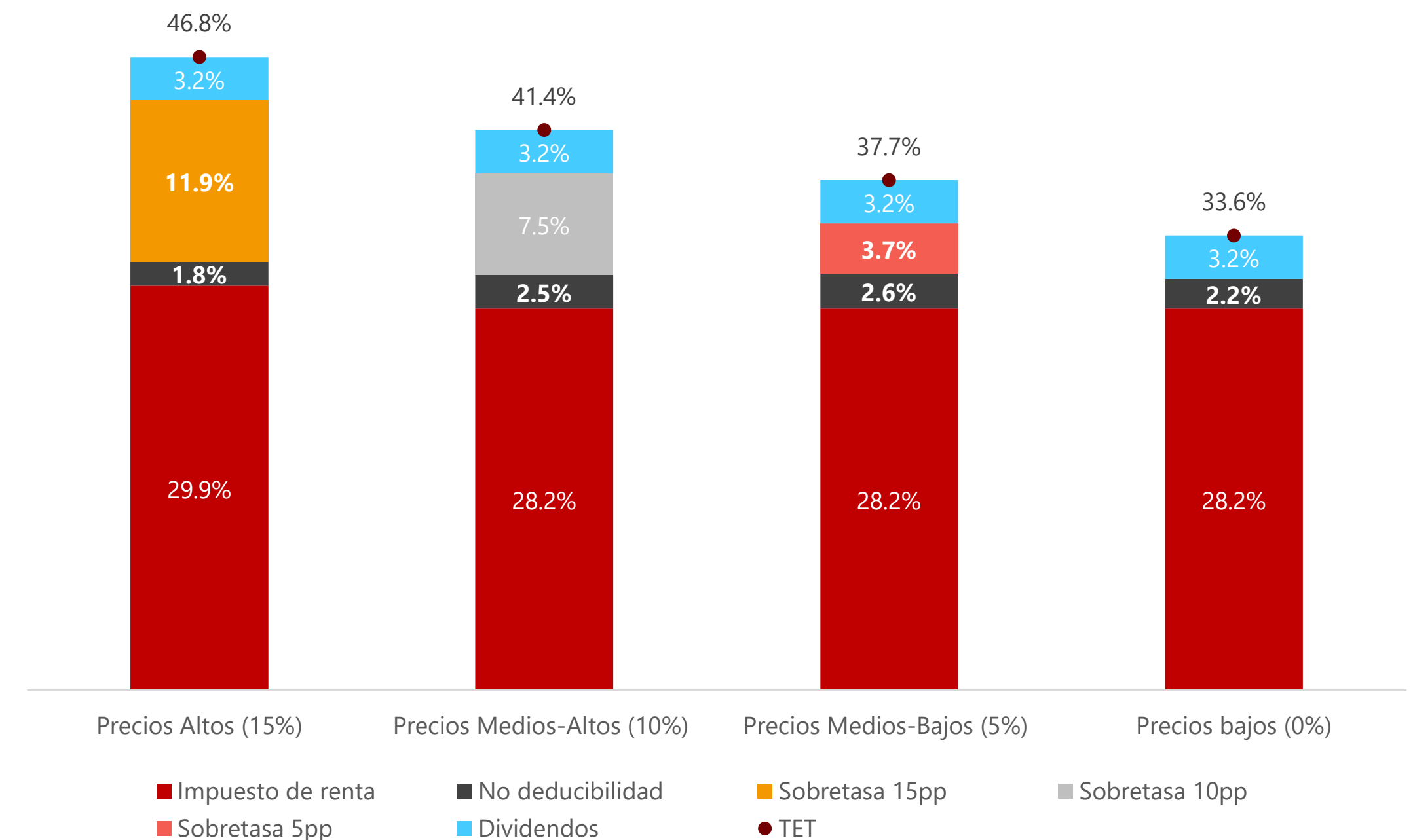
Fuente: Ecopetrol

> TESIS DE INVERSIÓN

¿Qué puede pasar con las regalías del petróleo en Colombia?: El año pasado en Colombia se aprobó la reforma tributaria, la cual tuvo impacto negativo en los resultados financieros de la compañía, ya que se impuso una sobretasa al impuesto de renta a compañías que desarrollen la actividad de extracción de crudo, la cual depende del precio promedio de la referencia Brent y; además, se estableció que las regalías no fueran deducibles del impuesto sobre la renta. Según estimaciones del Ministerio de Hacienda la no deducibilidad de las regalías tendría un impacto de 2.5% en promedio de reducción de la utilidad neta (a precios del Brent de USD 80/ barril), lo cual hemos visto reflejado en los resultados de Ecopetrol este año.

Sin embargo, fue demandado ante la Corte Constitucional el artículo que impide deducir las regalías del impuesto de renta, ya se realizó la audiencia pública para discutir el tema y, está pendiente la definición de la Corte Constitucional sobre si esta norma se ajusta o no a la constitución. De fallarse a favor de la industria, el efecto sería positivo, ya que ayudaría a disminuir la carga tributaria. En el caso de Ecopetrol esto representaría alrededor de COP 330 mil millones más en utilidad neta en 2024.

TET sector de extracción de hidrocarburos por ciclo de precios



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

> TESIS DE INVERSIÓN

Nivel alto de los precios del crudo ayudarían a impulsar resultados: A lo largo de 2023, la referencia Brent ha presentado un comportamiento volátil, alcanzando un mínimo de USD 70/bl en junio y un máximo de USD 93/bl en septiembre. Este aumento reciente se ha explicado, principalmente, por presiones sobre la oferta ante los anuncios realizados por Arabia Saudita y Rusia de continuar con los recortes en la producción.

Por tanto, según la Agencia Nacional de Energía, se espera que de mantener estos recortes y si se da una disminución en los inventarios mundiales de petróleo en lo que resta del año 2023, el precio del crudo se mantenga sobre los USD 93/bl. Para 2024, los precios deberían bajar levemente a medida que aumenten los inventarios de petróleo y se acentúe la desaceleración de las economías.

En este sentido, nuestro valor justo incorpora un promedio del Brent de USD 85/bl y USD 86/bl para 2023 y 2024 respectivamente, beneficiando los resultados financieros en el corto plazo. Igualmente, reconocemos que el precio del crudo es muy difícil de estimar por su elevada volatilidad, por lo que a presentamos un análisis de sensibilidad a diferentes niveles en conjunto con variaciones en la tasa de cambio.

Sensibilidad del precio Ecopetrol frente al tipo de cambio y precio del Brent

		Precio Promedio Brent (Base 4T24=USD 82/bl)						
		70	75	80	82	90	95	100
Tasa promedio 2024 (Base= \$4,100)	4,200	2,720	2,770	2,870	2,920	3,210	3,430	3,610
	4,100	2,640	2,690	2,780	2,830	3,120	3,330	3,500
	3,950	2,510	2,560	2,650	2,700	2,980	3,180	3,340
	3,900	2,470	2,520	2,610	2,650	2,930	3,130	3,290

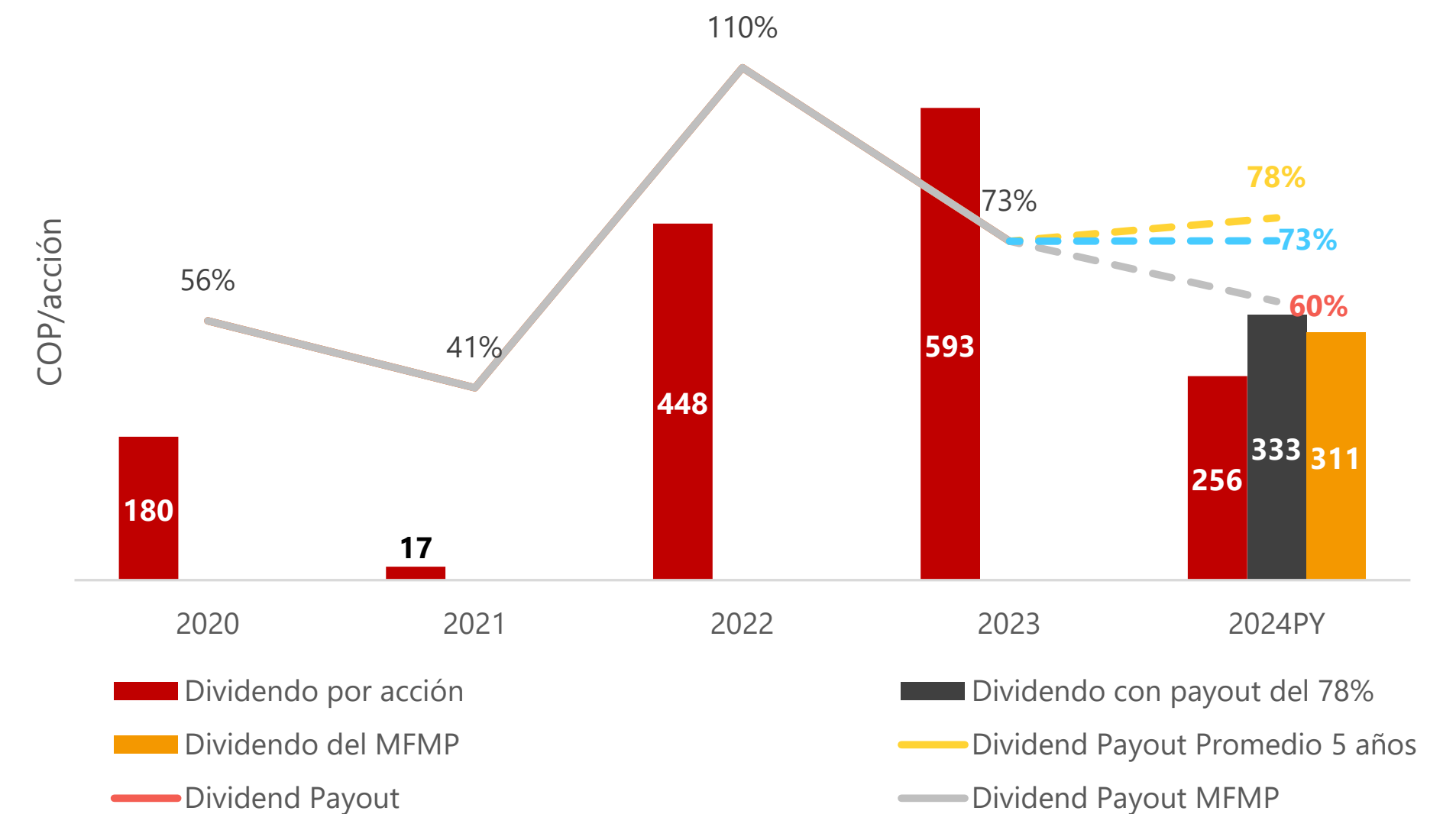
Estimaciones: Corredores Davivienda

> R I E S G O S

Menores dividendos por impacto de mayores impuestos: En los últimos dos años, Ecopetrol logró resultados excepcionales, lo cual le ha permitido pagar un alto dividendo a sus accionistas, entregando un dividendo récord de COP 593/acción este año. Igualmente, resaltamos que el incremento en la política de dividendos de Ecopetrol también se reflejó la necesidad de la Nación de saldar parte de la cuenta por cobrar al Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) cruzando dividendos.

Por tanto, si bien esperamos que la compañía mantenga el buen desempeño operacional que ha venido presentando en los últimos años, el incremento en la tasa impositiva luego de la reforma tributaria de 2022 reduciría la utilidad para los próximos años, llevando a que el dividendo disminuya 47.5% en 2024 y se mantenga sobre COP 260/acción en 2025; por lo que un inversionista que compre la acción al precio actual recuperaría su inversión en alrededor de 6 años vía dividendos. Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo, el dividendo esperado por el Gobierno es de COP 311/ acción en 2024.

Distribución de dividendos



Fuente: Ecopetrol | Estimaciones: Corredores Davivienda

> R I E S G O S

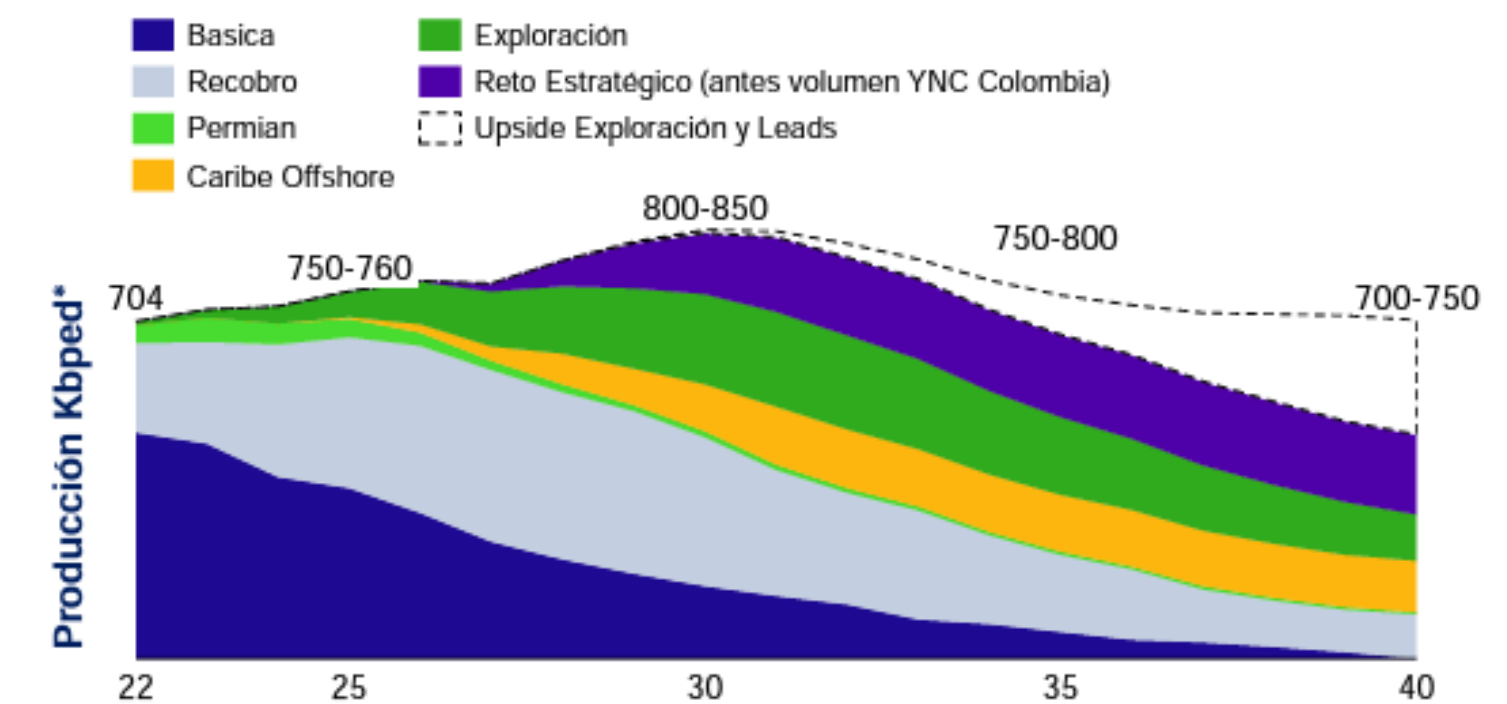
Recobro mejorado puede ser un desafío para la producción:

Resalta que al comparar la producción proyectada que se presentó en el plan estratégico a inicios de 2022 con la presentada en la actualización de 2023, la curva de producción se mantiene principalmente porque se estima que vía recobro mejorado se supla el aporte que se había presupuestado vía fracking, método que ya fue descartado por la compañía.

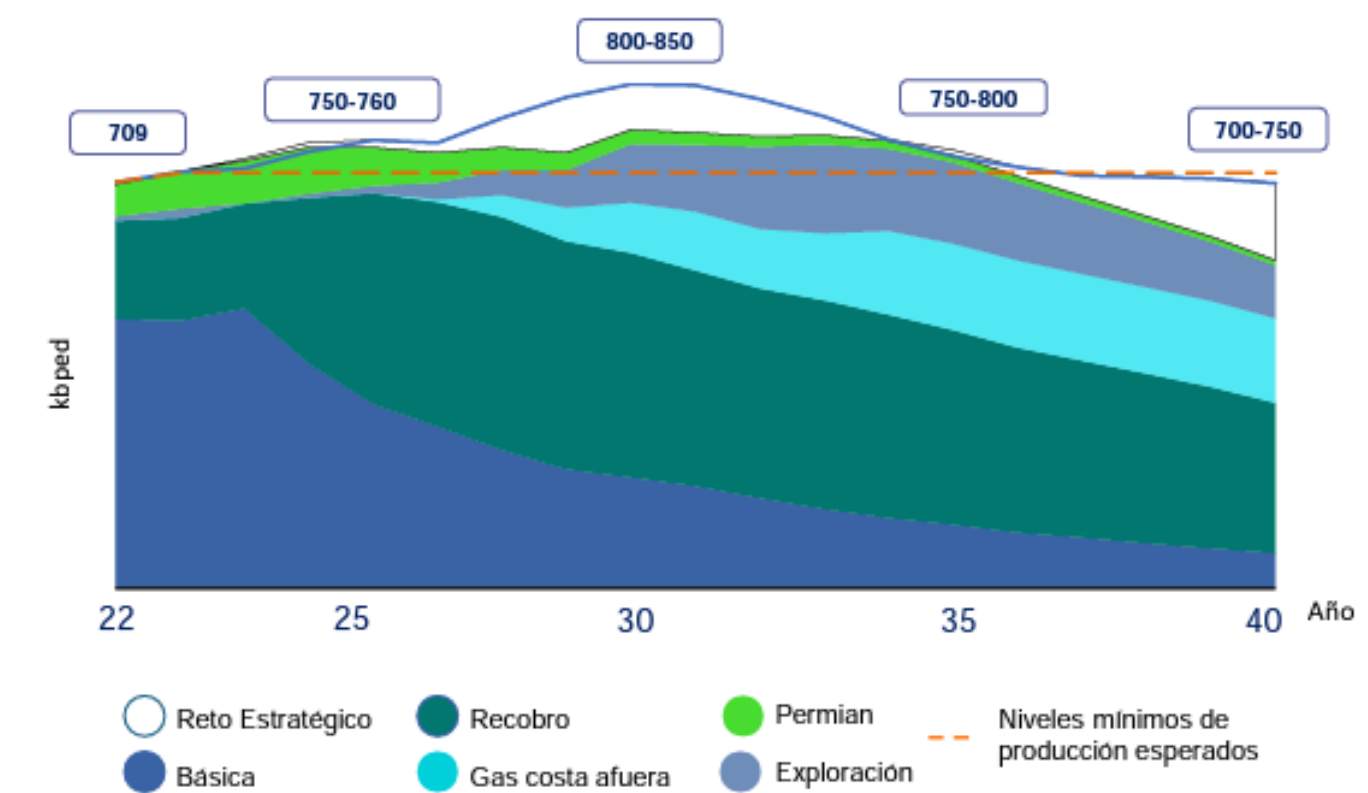
En este sentido, el recobro mejorado consiste en inyectar fluidos como agua o gases para extraer el petróleo remanente de los yacimientos, cuando la presión no es suficiente para que el hidrocarburo fluya con facilidad. Sin embargo, según Campetrol, el costo de operación de esta metodología aumenta, generando que sean más sensibles a las variaciones del precio del crudo.

La meta de la compañía es aumentar la tasa de recuperación mejorada hasta 23%, desde el 19% actual, por lo que este será sin duda uno de los factores clave a monitorear, dada la importancia que se le atribuye a esta metodología para aumentar las reservas de crudo.

Plan de Producción de febrero de 2022



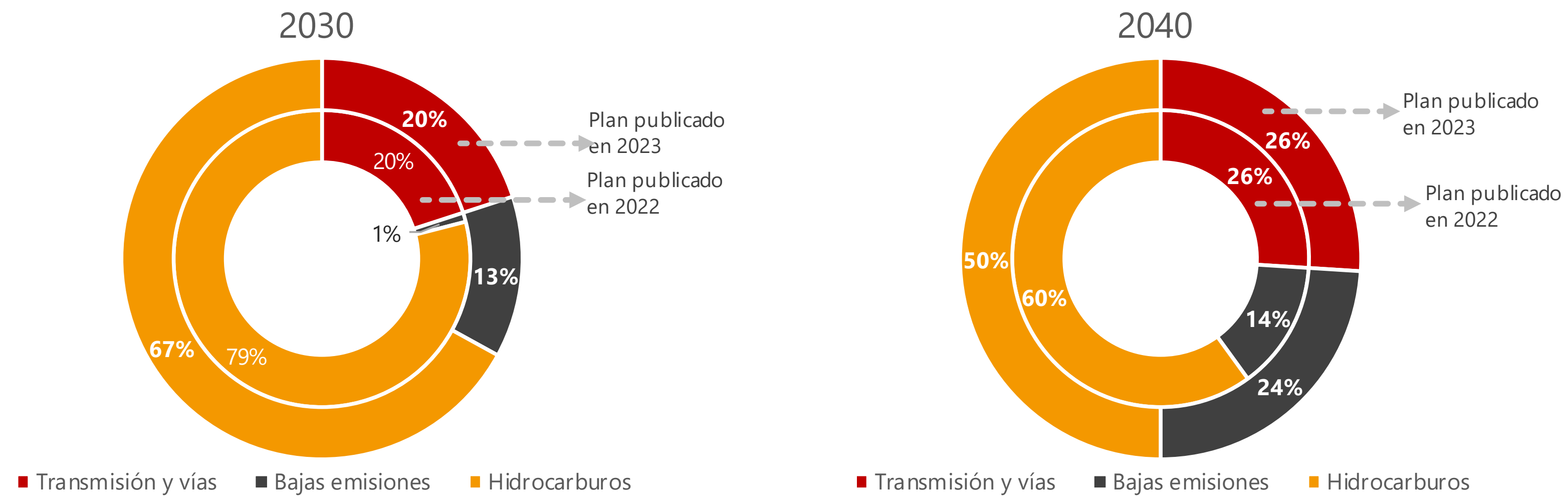
Plan de Producción de septiembre 2023



Incertidumbre frente a los negocios de soluciones de bajas emisiones: Con la llegada de una nueva administración a la compañía, el plan estratégico se enfocó aún más en la transición energética. En este sentido, y comparando con el plan inicial, las soluciones de bajas emisiones aumentaron su participación sobre el EBITDA esperado, ya que en el plan presentado en 2022 este segmento representaba 1% para el 2030 mientras que, para el publicado recientemente, la participación aumenta a 13% en el 2030.

Además, en esta misma dirección, se aumentó la proyección de inversiones para esta línea de negocio. A pesar de esto, no es claro cómo se va a alcanzar esta meta, lo cual genera cierta incertidumbre al mercado.

Crecimiento estimado del EBITDA por segmento



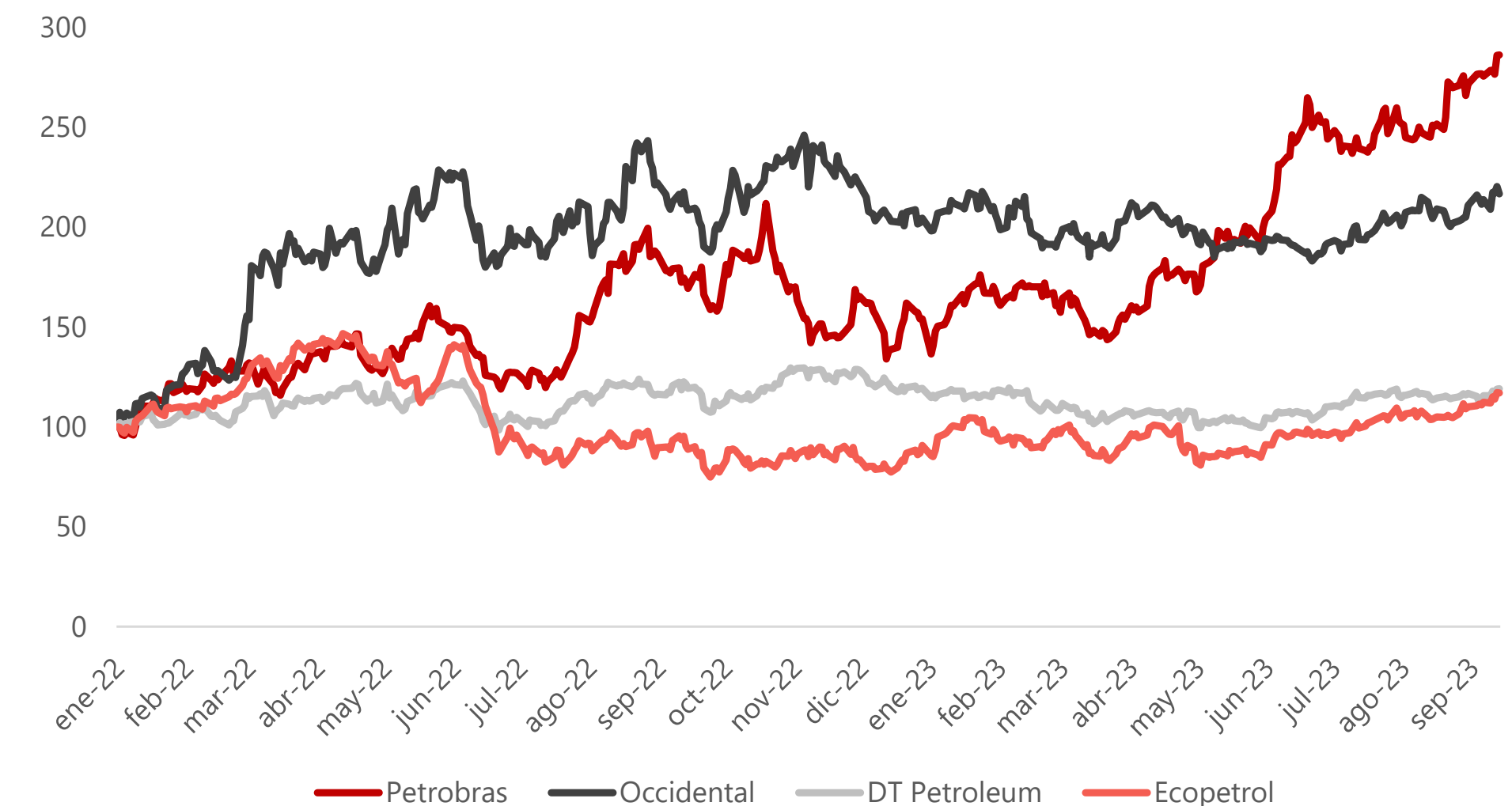
Fuente: Ecopetrol

Incertidumbre y cambios, con la llegada de una nueva administración, persisten: Con los cambios recientes en el equipo directivo de la compañía y la visión del Gobierno Nacional sobre el sector, la acción de Ecopetrol ha presentado una importante disparidad frente al comportamiento de sus pares en términos de precio de mercado. Algunas de las razones que explican este comportamiento son:

1. Anuncios sobre la intención de no firmar nuevos contratos de exploración de hidrocarburos en Colombia.
2. Cierre a la posibilidad de implementar el fracking en Colombia.
3. Mayor carga tributaria para el sector.
4. Cambios en el gobierno corporativo de la compañía.

Si bien el gobierno ha moderado un poco su visión, mencionando ahora que la transición energética se dará sin poner en riesgo la confiabilidad energética del país, y ha dado mensajes en línea con mantener la estrategia de largo plazo de la compañía, lo cierto es que la rentabilidad se verá afectada estructuralmente mientras se mantenga la mayor carga impositiva; y aún hay temas que generan preocupación como el uso de recursos para implementar proyectos de interés del Gobierno Nacional, en zonas alejadas y con participación de las comunidades, sin que haya claridad de la rentabilidad y viabilidad financiera de los mismos.

Evolución de los precios de petroleras (Base 100)



Fuente: Bloomberg

> 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	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos	244,250	306,370	297,581	307,020	320,370
Pasivos	150,498	187,283	186,534	184,512	179,004
Patrimonio	93,752	119,087	111,047	122,508	141,366
Pasivo/Activos	61.6%	61.1%	62.7%	60.1%	55.9%
Deuda Neta/EBITDA	1.9x	1.3x	1.5x	1.4x	1.1x
ROE	17.8%	28.1%	15.8%	14.6%	13.6%
ROA	6.8%	10.9%	5.9%	5.8%	6.0%
ROIC	12.6%	20.0%	13.4%	12.5%	14.3%

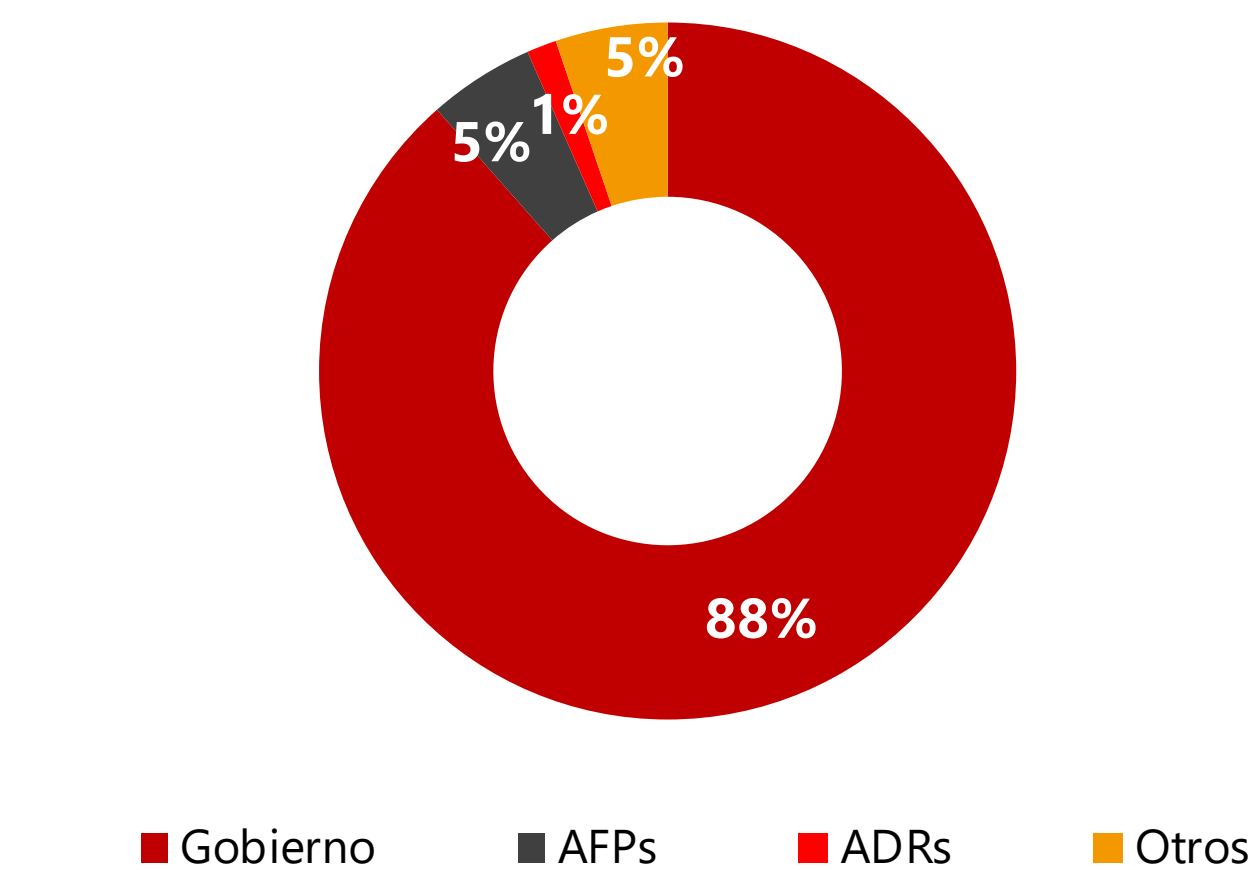
Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	91,744	159,474	142,414	137,404	134,594
Costo de ventas	55,581	89,458	87,945	83,045	81,975
Utilidad Bruta	36,163	70,016	54,469	54,359	52,619
Gastos administrativos	(6,570)	(9,640)	(9,416)	(8,315)	(7,830)
Utilidad Operacional	29,593	60,376	45,052	46,044	44,789
Utilidad Neta	16,694	33,407	17,545	17,830	19,195
EBITDA	41,967	75,245	61,013	62,884	64,573
Margen Bruto	39.4%	43.9%	38.2%	39.6%	39.1%
Margen Neto	18.2%	20.9%	12.3%	13.0%	14.3%
Margen EBITDA	45.7%	47.2%	42.8%	45.8%	48.0%

> Ecopetrol

Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	1,108	1,108	1,108	1,108	1,108
Cap. Bursátil (COP mil millones)	5,117	4,684	3,611	3,611	3,611
Precio (COP/acción)	4,620	4,229	3,260	3,260	3,260
VL (COP/acción)	4,251	4,529	4,477	4,473	4,530
UPA (COP/ acción)	233	313	397	356	405
Total Deuda	3,927,081	4,542,455	5,219,176	5,219,176	5,219,176
Deuda Neta	3,527,534	4,289,656	4,896,678	4,906,611	4,656,504
EV	14,793	15,199	14,971	15,275	15,454
EV/EBITDA	0.4x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
P/VL	1.1x	0.9x	0.7x	0.7x	0.7x
P/U	19.8x	13.5x	8.2x	9.2x	8.1x
Retorno por dividendos	2.1%	6.2%	9.5%	11.6%	11.0%
Dividendo por acción	97	262	309	377	358

Composición accionistas



Fuente: Ecopetrol

> VALORACIÓN

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: 15.3%, beta apalancado de 1.97x, costo del equity (Ke) de 22.4% (COP)
- WACC del negocio de Transporte y Refinación: 11.6%, beta apalancado de 1.15x, costo del equity (Ke) de 14.9% (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 25,000, según nuestras estimaciones.

Valoración			
Líneas de negocio	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
Upstream (Producción y Exploración)	38,028	20.6%	1.0x
Midstream (Transporte)	80,130	43.4%	7.2x
Downstream (Refinación)	52,082	28.2%	5.2x
Enterprise Value Ecopetrol sin ISA	170,240		
Deuda+ Interés minoritario	(83,820)		
Caja	(4,886)		
Total Ecopetrol sin ISA	249,174		
ISA	14,237	7.6%	4.9x
Valor del equity	263,411		
Número de acciones (millones)	41,117		
Precio Objetivo	2,830		