

### Descripción de la compañía

Ecopetrol S.A. es una compañía de petrolera integrada que opera en los segmentos de Exploración y Producción, Transporte y Logística y Refinación, Petroquímica y Biocombustibles. La compañía produce el 63% de la producción de petróleo en Colombia, el 68% de la producción gas y el 62% del total de reservas 1P petróleo y gas. Sus ingresos están distribuidos en un 44% por ventas locales, mientras el 47% son exportaciones, las cuales están enfocadas 41% en Asia, 35% a EE UU y 24% a otros países. Actualmente la compañía tiene presencia en Colombia, Brasil, Perú y la Costa del Golfo de México (EE.UU.) y tiene participaciones accionarias en E&P: Hocol (100%), Savia (50%), Equión (51%), Ecopetrol América (100%), Ecopetrol Brasil (100%), y Ecopetrol Germany GmbH (100%). Transporte: Cenit (100%) Refinación & Petroquímica: Reficar (100%) y Propilco (100%) Biocombustibles: Ecodiesel (50%) y Bioenergy (91%).

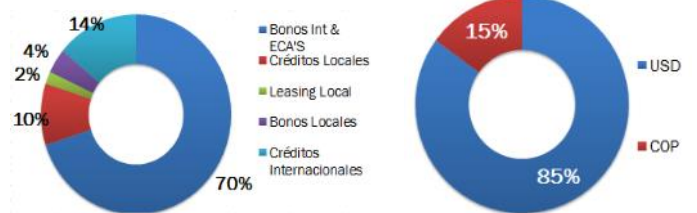
### Producción (Kbepd) - Distribución % Reservas 1P (Mbept) - Distribución %



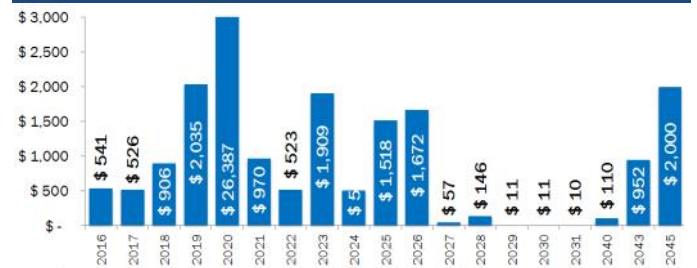
### Distribución de Ingresos Distribución de costos y gastos



### Composición Deuda por Acreedor Composición Deuda por Moneda



### Perfil de Vencimiento de la Deuda (Millones de USD)



### Flujo de Caja (Millones de COP)

COP MM	Flujo de Caja			
	2012	2013	2014	Acum. 2015
Operacional	\$ 20,737,954	\$ 12,947,975	\$ 12,139,184	\$ 7,850,904
Inversión	\$ (10,959,841)	\$ (6,280,103)	\$ (9,164,329)	\$ (10,095,008)
Financiamiento	\$ (8,898,482)	\$ (8,112,548)	\$ (5,185,979)	\$ 2,460,345
Efecto tasa de cambio	\$ (116,872)	\$ 85,842	\$ 507,297	\$ 1,481,582
Variación Neta de Caja	\$ 762,759	\$ (1,358,834)	\$ (1,703,827)	\$ 1,697,823
Caja al inicio del periodo	\$ 4,497,352	\$ 5,260,111	\$ 3,901,277	\$ 7,608,761
<b>Caja al final del periodo</b>	<b>\$ 5,260,111</b>	<b>\$ 3,901,277</b>	<b>\$ 2,197,450</b>	<b>\$ 9,306,584</b>
Ratio Rentabilidad de Caja (F. Operacional/Activos)	20.6%	9.8%	10.8%	5.7%

### Balance (Millones de COP)

COP MM	2012	2013	2014	2015 (3115)
Caja	\$ 5,260,111	\$ 3,901,277	\$ 2,197,450	\$ 9,306,584
Activos Corrientes	\$ 17,910,102	\$ 21,687,034	\$ 16,976,372	\$ 28,027,366
Activos Totales	\$ 100,647,980	\$ 114,041,228	\$ 120,584,049	\$ 137,414,375
Pasivos Corrientes	\$ 19,617,030	\$ 18,630,039	\$ 15,423,849	\$ 21,547,904
Pasivos Totales	\$ 35,389,468	\$ 42,246,703	\$ 51,043,813	\$ 86,310,143
Patrimonio	\$ 65,258,512	\$ 71,794,525	\$ 69,540,236	\$ 51,104,232
Deuda Corto Plazo	\$ 574,712	\$ 342,410	\$ 1,066,255	\$ 4,344,293
Deuda Largo Plazo	\$ 4,900,907	\$ 11,977,888	\$ 21,681,071	\$ 48,559,464
Deuda Total	\$ 5,475,619	\$ 12,320,298	\$ 22,747,326	\$ 52,903,757
Deuda Neta	\$ 215,508	\$ 8,419,021	\$ 20,549,876	\$ 43,597,173

### Puntos a favor

- Vencimientos de deuda en los próximos dos años bajos que no generarán alta presión al flujo de caja.
- Niveles de liquidez de corto plazo adecuados (Act Cte./Pas. Cte.) con un ratio de 1.3X.
- Niveles de caja positivos que no han sufrido deterioros considerables frente a promedio manejados.
- Entrada al 100% de Reficar para el 2T16 que reducirá importaciones y obtendrá beneficios en costos.
- Entrega en Junio del Campo Rubiales que produce cerca de 30 Bbed y que contribuirá a las metas de producción aunque la duda esta en los costos que se generarán.

### Puntos en contra

- Precios de petróleo que se mantienen muy bajos y con pocas expectativas de recuperación durante el 2016, lo cual continuará afectando la generación de efectivo y los ratios de crédito de la compañía.
- Reducción consecutiva en plan de inversiones cerca de un 35% entre el 2014 y la meta del 2016 de USD\$4.800 millones. que si bien se ajustan a la realidad del sector, generan por otro lado menores inversiones en exploración y producción reduciendo expectativas que permitan incrementar producción y por ende ingresos.
- Perdida de calificación reciente por Moody's de Baa2 Baa3 asociado a los bajos precios de petróleo con lo cual estiman que la relación deuda a Ebitda en 2017 podrá incrementarse a niveles por encima de 5.0X.
- Reservas probadas 2015 que se esperan con reducción por la menor exploración realizada en el año, mientras las reportadas del 2014 76.3% del total se obtuvo de revisiones realizadas a los campos.
- Altos niveles de deuda con una estructura de capital del 51.0% y alta concentración en dólares (85%) generando altos gastos de intereses que presionan las utilidades.
- Reducción esperada de dividendos bajo una estimación de pay out del 50% y dividendos de \$35 por acción 2016.
- Demoras en venta de activos no estratégicos como la de ISA y la parte pendiente de EEB que afectan la caja.
- Altos costos de producción cerca de \$40 por la concentración que se tiene en crudo pesado (47%).

### Proyectos a 2020

- Mejorar el factor de recobro de un 18% a un 23% actualmente se tienen 23 pilotos en ejecución.
- Plan de inversiones de USD\$4.800 por año
- Producción de 870 Kbepd con petróleo entre \$60 y \$80

#### Composición Accionaria

República de Colombia	88.49%
Accionistas Minoritarios	7.1%
ADN's	2.17%
Fondos de pensiones Fonover	1.23%
Fondos de pensiones Prolabrador	0.97%

#### Datos Básicos

Sector	Petróleo
Ticker Bloomberg	ECOPETL CB
No Acciones(MM)	41,116,689
Cap Bursátil (\$MM)	\$ 54,479,625
Deuda (\$MM)	\$ 52,903,757
Caja (\$MM)	\$ 9,306,584
EV	\$ 99,701,457

#### Calificación del Emisor

Moody's	Baa3
Fitch Internacional	BBB
Fitch Nacional	AAA
Standard & Poor's	BBB

#### Datos del Bono

Emisión	Valor (\$ Millones)	Vencimiento	Cupon	Calificación
23/06/2009	US\$1,500 millones	23/06/2019	7.63%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$350 millones	23/06/2019	4.25%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$1,300 millones	18/09/2023	3.88%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$850 millones	14/12/2043	7.38%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB
28/05/2014	US\$2,000 millones	28/05/2045	3.88%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB
23/06/2015	US\$1,000 millones	26/06/2025	5.375%	Moody's Baa2 S&P: BBB Fitch: BBB



### Termómetro AdCap Probabilidad de Default

**Modelo de Altman**  
Z = 1,5  
De continuar como viene podrá tener problemas de insolvencia financiera

**Modelo de Merton**  
Probabilidad de Default a un año media: 2,99%  
Tasa de Recuperación alta: 103,76%

Ver Nuestro Termómetro en detalle

Cifras en Miles de Millones COP

### Ingresos Totales



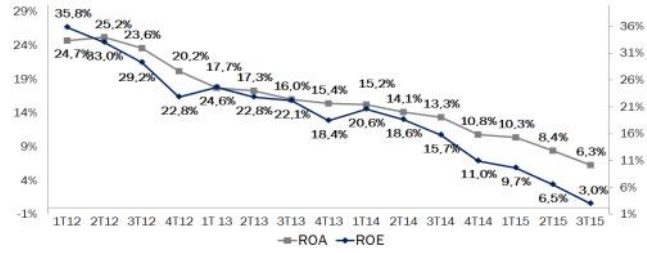
### EBITDA vs Margen EBITDA



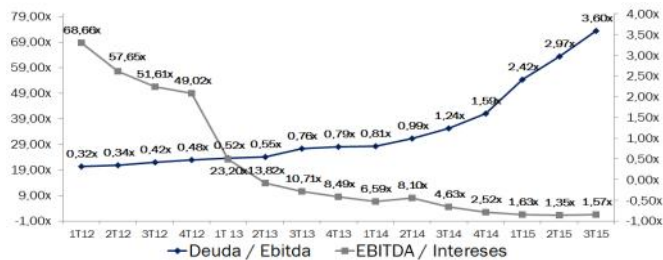
### Utilidad Neta (Mil millones COP) y Margen Neto



### ROE vs ROA



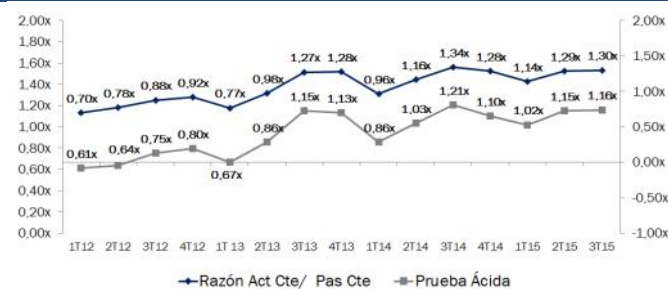
### EBITDA/Intereses y Deuda/EBITDA



### Deuda/Parimonio y D/(D+E)



### Ratio Corriente y Prueba Ácida



### Caja y Equivalentes (Mil Millones COP)



## Evaluación corporativa

A pesar de los esfuerzos que ha realizado la compañía por reducir sus costos y gastos en búsqueda de optimizar la eficiencia operacional, así como por realizar recortes importantes en su plan de inversiones para proteger tanto su caja como sus niveles de liquidez, los precios de petróleo durante todo el 2015 en niveles muy bajos comparados con años anteriores y con bajas expectativas de recuperación para el 2016 continuarán presionando a menores ingresos, bajos niveles de Ebitda y menores utilidades, presionadas también por altos gastos financieros y gastos no operacionales, generando con ello deterioro en indicadores de crédito, de rentabilidad y de liquidez.

La compañía registra indicadores de apalancamiento que evidencian altos niveles de deuda con una estructura de capital del 51,0%, Deuda a Ebitda de 3,6X (Con expectativas de incrementarse) y Deuda a Patrimonio de 1,04X. Mientras la rentabilidad medida por sus márgenes Ebitda en 36,1% y margen neto del 5,0%, así como por su ROE del 3,0% evidencian niveles que vienen disminuyendo.

Consideramos la apuesta de la compañía en incrementar el recobro mejorado de sus campos, la entrada de la refinería de Cartagena al 100% en el 2T16 y la posibilidad de repartir una menor participación de las utilidades en dividendos que se espera este cerca del 50% (\$35 por acción) generando menor presión para el flujo de caja de financiamiento, se convertirán en las alternativas para compensar parte de la presión negativa en la que estimamos continuará la compañía en los próximos meses, sustentada en las bajas expectativas de recuperación en el precio de petróleo y en las necesidades que desde el punto de vista de flujo de caja se van a seguir generando para la compañía.



## Análisis del Sector de petrolero

- El mercado petrolero internacional ha tenido una tendencia a la baja en los últimos meses por una combinación de **bajas perspectivas de demanda** y un **aumento de la oferta** que por el momento no parece tener cambios estructurales en el corto/medio plazo.
- Por el lado de la demanda, un menor crecimiento de China (6.9% en 2015), debilidad en el crecimiento en Europa y un fenómeno climático que ha elevado las temperaturas del periodo invernal en 2015 ha hecho que **el consumo en combustibles se haya moderado**.
- Por el lado de la oferta, la estrategia implementada por algunos países del Golfo Pérsico de **ganar poder de mercado vía bajos precios ha hecho que las cuotas de la OPEP sean sobrepasadas en 1.4 millones de barriles diarios** en el mes de Diciembre/15, después que la misma determinara que el techo fuera 31.5 mbd. A esto se suma la mayor eficiencia producción, que ha aumentado el umbral de resistencia de los países productores.
- Con la eliminación de las sanciones económicas de Irán, se espera que la oferta aumente entre 300 y 500mbd en el corto plazo, adicional teniendo en cuenta que los costos de producción del petróleo de Irán es bajo y podría desplazar a otros productores. Lo anterior sugiere que la corrección en precios vía una menor inversión no es un resultado que se vaya a percibir en el 1S/16.
- Adicional la entrada de Irán implica otros problemas políticos, dado que Arabia e Irán están enfrentadas por la hegemonía del Medio Oriente, en un conflicto que se centra en Yemen, con un Irán de mayoría Chii al igual que Iraq que estarían en contra de Arabia Saudí de mayoría Suní.
- Estados Unidos como gran protagonista de la sobre oferta mundial dadas las técnicas de producción de Fracking implementadas lograron impulsar la producción un 74% al pasar de 5.5 a 9.6 millones de barriles diarios en cuatro años y que ahora por los bajos precios de petróleo produce en 9.4 millones de barriles diarios con expectativas de continuar disminuyendo según la EIA a 8.7 millones b/d en medio de que **sus plataformas en producción se han disminuido desde Diciembre de 2014 a la fecha cerca de un 67%**.
- Entre las razones técnicas que afectan a la baja la cotización se debe destacar **la relación inversa entre el dólar (DXY) y el petróleo: Dada la senda de ajustes en FED iniciada en diciembre, el dólar americano se ha fortalecido** a nivel mundial, haciendo que la cotización del petróleo baje. Adicionalmente la probabilidad de un aumento en la política monetaria expansiva en Europa tiene un efecto similar.
- Para este año algunos bancos de inversión internacionales, han realizado pronósticos que evidencian una alta dispersión, siendo **el promedio de \$41.1 mientras la dispersión es de \$16**.
- Finalmente presentamos un resumen de algunas de las empresas comparables de Ecopetrol, en donde se evidencian estimaciones para los próximos años de continuidad en reducciones de gastos de capital y donde a pesar de ello, se estima continuará presentándose impacto en los flujos de caja de las compañías. Se observa también bajas expectativas de crecimiento en los principales rubros del los estados de resultados de estas.

### Costo producción barril petróleo

Kuwait	\$8.50	Mexico	\$29.10
Saudi Arabia	\$9.90	China	\$29.90
Iraq	\$10.70	Nigeria	\$31.60
EAU	\$12.30	Colombia	\$35.30
Iran	\$12.60	Angola	\$35.40
Russia	\$17.20	Norway	\$36.10
Algeria	\$20.40	US	\$36.20
Venezuela	\$23.50	Canada	\$41.00
Libya	\$23.80	Brazil	\$48.80
Kazakhstan	\$27.80	UK	\$52.5

Fuente: Rystad Energy's

### Producción OPEP

	Dic	Nov	Capacidad	Extraprod.
<b>TOTAL</b>	<b>32.889</b>	<b>32.121</b>	<b>37.387</b>	<b>4.498</b>
Algeria	1.100	1.100	1.150	50
Angola	1.859	1.840	1.870	11
Ecuador	534	539	537	3
Indonesia	750		850	100
Iran	2.700	2.800	2.900	200
Iraq	4.440	4.321	4.450	10
Kuwait	2.900	2.850	2.950	50
Libia	370	375	1.550	1.180
Nigeria	1.890	1.875	2.200	310
Qatar	680	670	780	100
Arabia S.	10.250	10.330	12.500	2.250
EAU	2.940	2.940	3.150	210
Venezuela	2.476	2.480	2.500	24

Fuente: Bloomberg

### Proyecciones WTI

PROMEDIO	\$ 41,10
J.P. Morgan	\$ 31,5
Barclays	\$ 37,0
Morgan Stan	\$ 47,5
Bank of Ame	\$ 45,0
Goldman Sai	\$ 40,0
Citi	\$ 47,8
Moody's	\$ 40,0
UBS	\$ 40,0

Fuente: Market Watch

### PRINCIPALES CIFRAS DE EMPRESAS COMPARABLES DEL SECTOR (En millones USD)

COMPAÑÍA	INGRESOS		EBITDA		UTILIDAD NETA		GASTOS DE CAPITAL		FLUJO DE CAJA LIBRE		PRODUCCIÓN (MBOE/día)
	FY 2015	FY 2016	FY 2015	FY 2016	FY 2015	FY 2016	FY 2015	FY 2016	FY 2015	FY 2016	
Ecopetrol	\$ 17,549	\$ 18,491	\$ 5,499	\$ 5,742	\$ 935	\$ 1,266	-\$ 5,067	-\$ 4,349	-\$ 2,498	-\$ 1,120	755
Statoil	\$ 55,237	\$ 54,364	\$ 19,369	\$ 18,343	\$ 2,265	\$ 2,102	-\$ 15,533	-\$ 14,292	-\$ 2,557	-\$ 1,877	1927
Eni	\$ 91,583	\$ 90,290	\$ 15,983	\$ 16,288	\$ 1,076	\$ 1,553	-\$ 11,623	-\$ 11,084	\$ 16	\$ 3,577	828
Total	\$ 154,977	\$ 158,025	\$ 25,051	\$ 23,391	\$ 9,891	\$ 7,850	-\$ 24,234	-\$ 20,628	-\$ 574	\$ 1,603	2146
Chevron	\$ 129,505	\$ 124,734	\$ 28,434	\$ 26,805	\$ 6,346	\$ 5,655	-\$ 30,875	-\$ 24,245	-\$ 8,688	-\$ 417	2571
Exxon	\$ 254,290	\$ 230,153	\$ 42,300	\$ 42,629	\$ 16,233	\$ 14,168	-\$ 29,068	-\$ 27,760	\$ 5,068	\$ 8,410	3969
Petrobras	\$ 83,605	\$ 88,193	\$ 19,805	\$ 20,889	\$ 3,187	\$ 2,668	-\$ 21,219	-\$ 19,645	-\$ 2,594	-\$ 2,254	2669
Repsol	\$ 45,901	\$ 46,419	\$ 5,599	\$ 5,922	\$ 1,625	\$ 1,023	-\$ 5,182	-\$ 4,929	-\$ 3,467	\$ 784	355
Promedio	\$ 104,081	\$ 101,334	\$ 20,255	\$ 20,001	\$ 5,195	\$ 4,336	-\$ 17,850	-\$ 15,867	-\$ 1,912	\$ 1,088	1902.55

## Strategy and Research Colombia

**Otman Gordillo**

✉ [ogordillo@ad-cap.com.co](mailto:ogordillo@ad-cap.com.co)

**Jorge Andrés Pérez**

✉ [pasecomed@ad-cap.com.co](mailto:pasecomed@ad-cap.com.co)

**David Villan**

✉ [wvilan@ad-cap.com.co](mailto:wvilan@ad-cap.com.co)

**Esteban Ceballos**

✉ [eceballos@ad-cap.com.co](mailto:eceballos@ad-cap.com.co)

**Paula García**

✉ [pgarcia@ad-cap.com.co](mailto:pgarcia@ad-cap.com.co)



### Contact Information

Bloomberg: Type <ADCA> Go [www.ad-cap.com](http://www.ad-cap.com)

Sales Desk: +598 2518 - 4832 [info@ad-cap.com](mailto:info@ad-cap.com)