

## Descripción de la compañía

Ecopetrol S.A. es una compañía 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%).

## Puntos a favor

- Vencimientos de deuda en los próximo dos años bajos que no generarán alta presión al flujo de caja.
- Niveles de liquidez estables, ratio corriente de 1.15X y ventas de activos no estratégicos esperadas.
- No pago de dividendos 2016, beneficiando flujo de caja.
- Entrada al 100% de Reficar para el 2T16 que reducirá importaciones y obtendrá beneficios en costos.
- Respaldo del Gobierno de Colombia dueño del 88.5%.
- Entrega en Junio del Campo Rubiales que produce cerca de 30 Bbed y que contribuirá a las metas de producción.
- Plan de inversiones 2015 menor un (-35%) frente al 2014 USD\$4.800 millones y estimación de reducción de costos adicionales del 1.6 Billones COP para 2016.

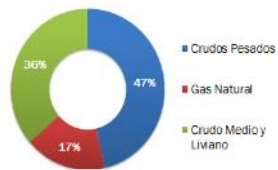
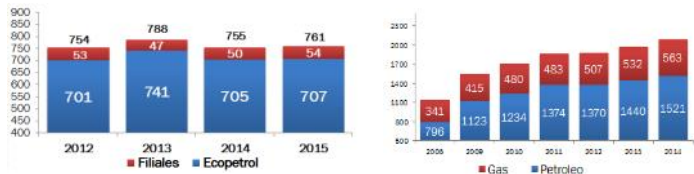
## Puntos en contra

- Precios de petróleo que se mantienen muy bajos y con bajas expectativas de recuperación durante el 2016, lo cual continuará afectando la generación de efectivo y los ratios de crédito de la compañía.
- Reservas Probadas en 2015 de 1,849 millones de barriles siendo 11% menores que al cierre de 2014 y menores inversiones en exploración y producción para 2016.
- Pérdida 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 podría incrementarse a niveles por encima de 5.0X.
- Altos niveles de deuda con estructura de capital estimada 2016 del 56.7%, alta concentración en dólares (85%) generando gastos de intereses que presionan las utilidades y Deuda/ Patrimonio estimada de 1.31X.
- Flujo de caja con baja generación operacional que requerirá en el año endeudamientos adicionales y nuevos consumos de la caja inicial.
- Costos de producción altos al tener concentración en crudo pesado (47%) y cerca de los \$40 por barril

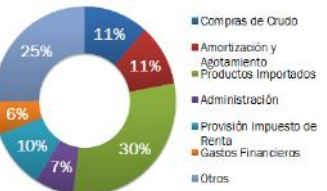
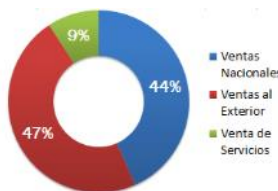
## Proyectos a 2020

- Mejorar el factor de recobro de un 18% a un 23%
- Plan de inversiones de USD\$4.800 por año
- Producción de 870 Kbped con petróleo entre \$60 y \$80

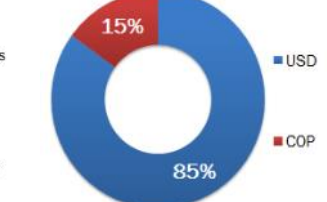
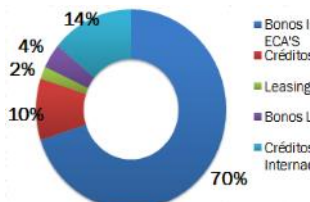
## Producción (Kbepd) - Distribución % Reservas 1P (Mbped) - Distribución %



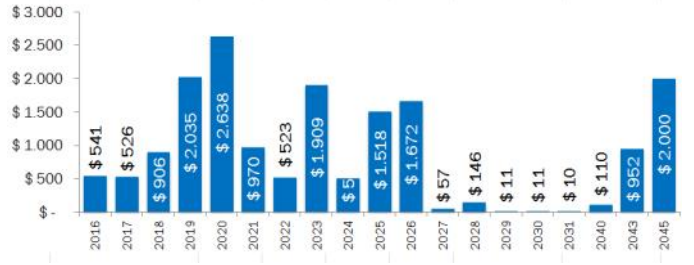
## Distribución de Ingresos Distribución de costos y gastos



## Composición Deuda por Acreedor Composición Deuda por Moneda



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



## Flujo de Caja (Millones de COP)

	2012	2013	2014	2015
Operacional	\$ 20.737.954	\$ 12.947.975	\$ 16.572	\$ 10.411.475
Inversión	\$ (10.959.841)	\$ (6.280.103)	\$ (11.568.877)	\$ (111.545.039)
Financiamiento	\$ (8.898.482)	\$ (8.112.548)	\$ (7.346.203)	\$ (1.392.183)
Efecto tasa de cambio	\$ (116.872)	\$ 85.842	\$ 1.155.187	\$ 1.458.019
Variación Neta de Caja	\$ 762.759	\$ (1.358.834)	\$ (1.186.912)	\$ (1.067.728)
Caja al inicio del periodo	\$ 4.497.352	\$ 5.260.111	\$ 8.805.090	\$ 7.618.178
<b>Caja al final del periodo</b>	<b>\$ 5.260.111</b>	<b>\$ 3.901.277</b>	<b>\$ 7.618.178</b>	<b>\$ 6.550.450</b>

## Balance (Millones de COP)

	2012	2013	2014	2015
Caja	\$ 5.260.111	\$ 3.901.277	\$ 2.197.450	\$ 6.550.450
Activos Corrientes	\$ 17.910.102	\$ 21.687.034	\$ 16.976.372	\$ 20.113.338
Activos Totales	\$ 100.647.980	\$ 114.041.228	\$ 120.584.049	\$ 122.995.950
Pasivos Corrientes	\$ 19.617.030	\$ 18.630.039	\$ 15.423.849	\$ 17.443.607
Pasivos Totales	\$ 35.389.468	\$ 42.246.703	\$ 51.043.813	\$ 77.784.182
Patrimonio	\$ 65.258.512	\$ 71.794.525	\$ 69.540.236	\$ 45.231.768
Deuda Corto Plazo	\$ 574.712	\$ 342.410	\$ 3.031.566	\$ 4.573.620
Deuda Largo Plazo	\$ 4.900.907	\$ 11.977.888	\$ 21.681.071	\$ 48.649.718
Deuda Total	\$ 5.475.619	\$ 12.320.298	\$ 24.712.637	\$ 53.223.338
Deuda Neta	\$ 215.508	\$ 8.419.021	\$ 22.515.187	\$ 46.672.888

### Composición Accionaria

República de Colombia	88,49%
Accionistas Minoritarios	7,1%
ADK's	2,17%
Fondos de pensiones Financier	1,23%
Fondos de pensiones Protección	0,97%

### Datos Básicos

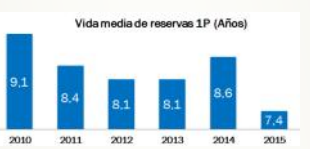
Sector	Petróleo
Ticker Bloomberg	ECOPETL.CB
Precio Objetivo acción	\$ 1.250
Recomendación en Acción	Disminuir Ponderación
No Acciones(MM)	41.116.689
Cap Bursátil (\$MM)	\$ 54.479.625
Deuda (\$MM)	\$ 123.097.269
Caja (\$MM)	\$ 6.550.450
EV	\$ 171.610.592

### Calificación del Emisor

Moody's	Baa3
Fitch Internacional	BB
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 Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$350 millones	23/06/2019	4,25%	Moody's Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$1.300 millones	18/09/2023	3,88%	Moody's Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB
18/09/2013	US\$850 millones	14/12/2043	7,38%	Moody's Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB
28/05/2014	US\$2.000 millones	28/05/2045	3,88%	Moody's Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB
23/06/2015	US\$1.000 millones	26/06/2025	5,175%	Moody's Saa2 S&P: BBB Fitch: BBB



### Termómetro AdCap Probabilidad de Default

**Modelo de Altman**  
Z = 1,38  
De continuar como viene podría incrementar su perfil de riesgo

**Modelo de Meriton**  
Probabilidad de Default a un año media 2,41%  
Tasa de Recuperación alta: 111,15%

Ver Nuestro Termómetro en detalle

Cifras en Miles de Millones COP

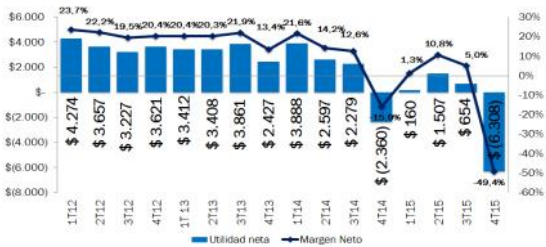
## Ingresos Totales



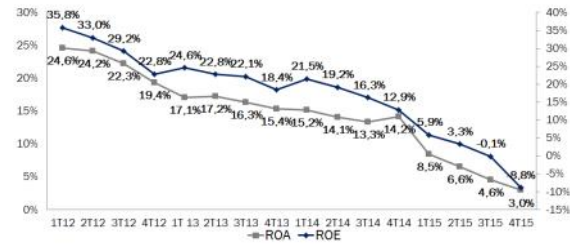
## EBITDA vs Margen EBITDA



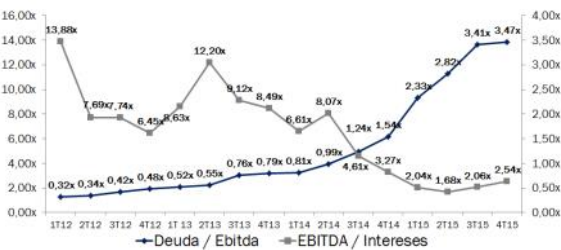
## Utilidad Neta (Mil millones COP) y Margen Neto



## ROE vs ROA



## EBITDA/Intereses y Deuda/EBITDA



## Deuda/Patrimonio 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, menores niveles de Ebitda y bajas 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 el objetivo de la compañía en continuar en búsqueda de eficiencias en costos, en incrementar el recobro mejorado de sus campos, en la entrada de la refinería de Cartagena al 100% en el 2T16 y la no repartición de dividendos en el año, se convertirán en las alternativas para compensar parte de la presión negativa en la que estimamos continuará Ecopetrol 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, teniendo en cuenta la menor generación operacional de caja, los endeudamientos adicionales entre USD \$1.500 - USD \$1.900 (Que podrían deteriorar métricas de crédito) y el consumo adicional de la caja que podría registrarse y que para el 2015 se disminuyó en \$1.06 Billones COP.

## Análisis del Sector de Petróleo

- 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**, sin embargo, **acercamientos en los últimos días, entre grandes productores de la OPEP como Arabia y de la NO OPEP como Rusia en busca de una reunión en el mes de marzo que busque controlar los niveles de producción han generado volatilidad y reacción alcista con una cotización ahora cerca de los \$40** a espera de las decisiones puntuales que se puedan tomar en esta reunión.
- 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 1.5 millones de barriles diarios** en el mes de Febrero/16, 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 9.53 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 73%**.
- 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, 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 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 de 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

### PRODUCCION OPEP

	Feb	Ene	cambio	Capacidad	Extra Prod.
<b>TOTAL OPEP</b>	<b>33,060</b>	<b>33,139</b>	<b>(79)</b>	<b>36,644</b>	<b>3,598</b>
Angola	1,759	1,751	8	1,870	111
Arabia Saudita	10,200	10,200	-	12,500	2,300
Argelia	1,110	1,100	10	1,150	40
EAU	2,980	2,970	10	3,150	170
Ecuador	540	534	6	536	(4)
Indonesia	726	700	26	828	102
Irak	4,385	4,510	(125)	4,450	65
Iran	3,000	2,860	140	2,900	(100)
Kuwait	3,000	3,000	-	3,000	-
Libia	370	370	-	780	410
Nigeria	1,889	2,028	(139)	2,200	311
Qatar	650	650	-	780	130
Venezuela	2,451	2,466	(15)	2,500	49

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

	Covertura de Intereses	Razón Corriente	Deuda/EBITDA	Deuda Neta/EBITDA	Deuda Neta/Patrimonio	Flujo de Caja/Pasivos	ROIC/WACC
ECOPETROL SA	11.55	1.25	7.06	2.16	141.92	7.1%	-0.61
PETROLERA PAMPA SA	40.88	1.21	1.54	1.15	85.31	4.6%	0.56
REPSOL SA-SPONSORED ADR	1.58	1.77	5.41	3.11	260.64	20.2%	0.70
ENI SPA-SPONSORED ADR	5.03	0.88	32.22	3.90	48.88	5.6%	-0.67
PACIFIC EXPLORATION & PROD	21.18	1.58	4.04	1.37	32.19	5.6%	-0.32
YPF S.A.-D	2.02	0.66	5.54	1.92	491.25	-0.8%	-6.40
PETROBRAS ARGENTINA SA-B	4.74	0.79	1.23	0.99	74.17	5.8%	0.58
PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR	5.45	1.51	0.48	0.07	5.01	12.7%	0.44
<b>Promedio</b>	<b>11.55</b>	<b>1.21</b>	<b>7.19</b>	<b>1.83</b>	<b>142.40</b>	<b>7.6%</b>	<b>-0.71</b>