Asesor financiero | Ideas largas | Materiales básicos | Colombia

A pesar de los vientos en contra a corto plazo, Ecopetrol está preparado para volar

13 de noviembre de 2020 7:57 p.m. ET | Acerca de: Ecopetrol SA (EC) , Incluye: OXY

Inversiones Apartado
Solo largo, valor profundo, valor, horizonte a largo plazo

Resumen

- La petrolera nacional colombiana Ecopetrol está muy subvaluada.
- Los precios del petróleo más firmes y la creciente producción darán un sólido impulso a las ganancias de Ecopetrol .
- Ecopetrol tiene una valoración muy atractiva en comparación con sus pares, por lo que ahora es el momento de comprar.

Las existencias de energía han sido golpeadas durante 2020 desde el colapso del precio del petróleo en marzo de 2020 y el brote de la pandemia de COVID-19. Una que ha estado bajo una presión considerable es la petrolera nacional de Colombia **Ecopetrol.** (NYSE: EC). La empresa de energía integrada ha perdido casi un 46% desde principios de 2020, lo que ha provocado una especulación considerable de que está profundamente infravalorada, por lo que ahora es el momento de comprar. Ecopetrol pertenece en un 88,49% al gobierno colombiano y el 11,51% restante pertenece a inversores privados. Tiene 41.100 millones de acciones ordinarias emitidas y 20 de sus acciones ordinarias colombianas componen un ADR que cotiza en la Bolsa de Nueva York. Ecopetrol es una empresa energética integrada con operaciones upstream, midstream y downstream.

Mejorando las perspectivas para el upstream

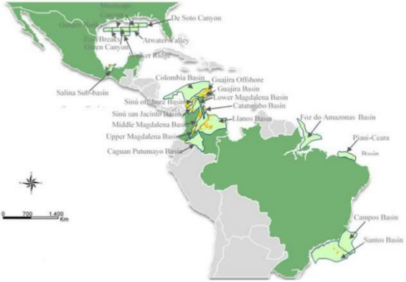
La compañía petrolera nacional de Colombia es el mayor productor de petróleo del país andino, bombeando un promedio de 681.000 barriles de petróleo equivalente al día durante el tercer trimestre de 2020, lo que representa alrededor del 74% de la producción diaria promedio total de hidrocarburos de Colombia para el período. La empresa ha diversificado sus operaciones fuera de Colombia. Ha acumulado una cartera de activos de petróleo y gas natural upstream en la Cuenca del Pérmico, el Golfo de México y la costa de Brasil.

Fuente: Ecopetrol .

Es importante señalar esto debido a las limitadas reservas probadas de petróleo de Colombia (en español) de poco más de 2 mil millones de barriles de petróleo con una vida útil corta de apenas 6 años y 3,1 billones de pies cúbicos de gas natural que durarán 8 años. Ecopetrol tiene reservas probadas de hidrocarburos de 1.893 millones de barriles de petróleo equivalente, de los cuales poco menos del 90% se encuentran en Colombia.

Esas reservas al ritmo actual de producción durarán casi 8 años.

Las reservas probadas de Ecopetrol son bastante bajas para una gran empresa energética integrada, lo que enfatiza la necesidad de que la empresa aumente las actividades de exploración y se diversifique en otras jurisdicciones. Esto resalta por qué la adquisición de activos de exploración por parte de Ecopetrol en la Cuenca Pérmica, el Golfo de México, México, Perú y el Atlántico costa afuera de Brasil es una estrategia importante para asegurar el futuro de la compañía.



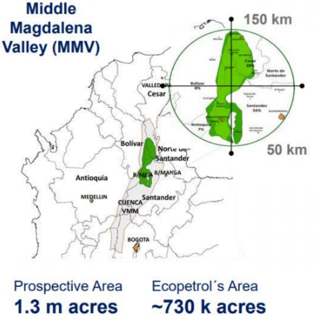
Fuente: Ecopetrol Formulario 20F 31 de marzo de 2020.

La falta de reservas probadas es un importante obstáculo para Ecopetrol a pesar de su notable índice de reposición de reservas, que fue de 169% para 2019 y un promedio de 140% barriles en los últimos 3 años. El problema es que la impresionante tasa de reemplazo de reservas es principalmente el resultado de técnicas de recuperación avanzadas en lugar de nuevos descubrimientos de petróleo importantes.

In a positive development, firmer oil prices saw Ecopetrol increase its 2020 investment plan to between $3 billion and $3.4 billion, compared to its adjusted May 2020 plan of $2.5 billion to $3 billion. The energy major intends to allocate 78% of that budget to upstream exploration and development activities, which management hopes will bolster hydrocarbon reserves and lift production to 700,000 barrels daily by the end of 2020.

Ecopetrol has drilled 164 development wells for the first nine months of 2020, completed over 170 workovers and finished 10 exploratory wells compared to an annual target of 13. During 2019, Ecopetrol's exploratory wells had a 40% success rate, indicating that further hydrocarbon discoveries will be made for the exploration wells drilled for the year to date, thereby boosting the company's oil reserves.

The push to introduce hydraulic fracturing or fracking into Colombia has the potential to significantly boost both the Andean country's oil and natural gas reserves as well as Ecopetrol's. The national oil company Ecopetrol will take a [illegible] tiene el potencial de impulsar significativamente tanto las reservas de petróleo y gas natural del país andino como las de Ecopetrol . La compañía petrolera nacional Ecopetrol asumirá un papel de liderazgo en la exploración y producción de petróleo no convencional, así como los pilotos de fracking con el ministro de energía de Colombia, Diego Mesa, indicando que los primeros pozos piloto serán perforados a fines de 2021. La formación geológica clave a la que se dirige Ecopetrol es la lutita La Luna en el Valle Medio del Magdalena donde tiene 730,000 acres.



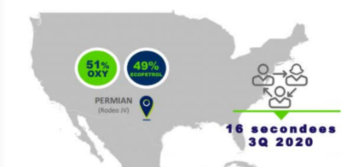
Fuente: Presentación para inversores de Ecopetrol, junio de 2020 .

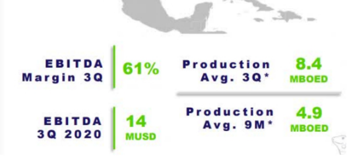
La formación se ha comparado con las lutitas Eagle Ford y Niobrara en los EE. UU. Se cree que La Luna tiene un potencial similar. Se estima que la formación La Luna contiene 100 millones de barriles de petróleo equivalente recuperable, mientras que el Servicio Geológico de EE. UU. Calcula los recursos medios en 449 millones de barriles de petróleo equivalente, compuestos por 233 millones de barriles de petróleo y 1 billón de pies cúbicos de gas natural. Esas cifras destacan que la explotación exitosa de petróleo y gas de esquisto no convencional en el Valle del Magdalena Medio por sí sola sería un cambio de juego para Ecopetrol y la Colombia dependiente del petróleo.

Another important trend which will boost Ecopetrol's domestic earnings is its growing natural gas production. Colombia is suffering from a shortage of natural gas because of growing demand and declining supply from mature natural gas fields, the Chuchupa and Ballena complex in the offshore Guajira Basin which are responsible for most of the Andean country's natural gas production. The severity of the shortage forced Colombia to commence liquified natural gas imports in 2016, which have been steadily climbing because of a sustained natural gas supply shortage.

To promote natural gas exploration and production, the central government in Bogota has implemented a range of measures to attract investment and promote exploration for natural gas in Colombia. That sees the fossil fuel selling at a price which is far greater than the North American Henry Hub benchmark. For the third quarter 2020, Ecopetrol received on average around $4.31 per MMBTU sold, which is more than double the average Henry Hub Ecopetrol recibió en promedio alrededor de $ 4.31 por MMBTU vendido, que es más del doble del precio promedio de Henry Hub de $ 1.99 por MMBTU para el trimestre. Durante ese trimestre, la producción de gas natural de Ecopetrol subió un 5,4% trimestre a trimestre y un saludable 8% año con año a 85,2 barriles de petróleo equivalente. Eso, junto con la creciente demanda y los mayores precios del gas natural en Colombia, es un buen augurio para la mayor rentabilidad de Ecopetrol. operaciones de upstream.

Las operaciones upstream internacionales de Ecopetrol también están cobrando un impulso considerable. La compañía petrolera nacional de Colombia, junto con su socio **Occidental Petroleum** (OXY), planea perforar 100 pozos en el prolífico esquisto Pérmico para fines de 2021. Esto también impulsará las reservas de petróleo y, en última instancia, la producción.





Fuente: Resultados operativos y financieros de Ecopetrol del tercer trimestre de 2020.

El bajo precio de equilibrio del Permian para nuevos pozos de $ 46 a $ 52 por barril, según la Reserva Federal de Dallas, apunta a la creciente rentabilidad de Ecopetrol como en el interior de Estados Unidos: la producción de petróleo aumenta y los precios se recuperan. Esas cifras, junto con un mayor gasto de capital, son un buen augurio para que Ecopetrol mantenga su impresionante índice de reemplazo de reservas y aumente sus reservas probadas de hidrocarburos. Eso, junto con una perspectiva mejorada para los precios del petróleo, es un buen augurio para mejorar las ganancias.

For the third quarter 2020, Ecopetrol reported a net profit of around $231 million, which was a notable 34 times greater than the previous quarter, although it was 72% lower than a year earlier. That can be attributed primarily to higher oil prices, with Ecopetrol's average basket price for the period rising a healthy 88% quarter over quarter to $38.40 per barrel of oil equivalent.

Nonetheless, Ecopetrol's average basket price sells for a 38% discount to the international Brent benchmark. This is primarily because the company produces mainly heavy oil, making up 61% of its third quarter 2020 output. Colombia's main crude blends Castilla and Vasconia, which with API gravities of 17.7° and 23° along with high sulfur contents of 1.83% and 1.09% are heavy sour crude oils which trade at a discount to Brent.

Vasconia, que con densidades API de 17,7° y 23° junto con altos contenidos de azufre de 1,83% y 1,09% son crudos pesados ácidos que se comercializan con descuento frente al Brent.

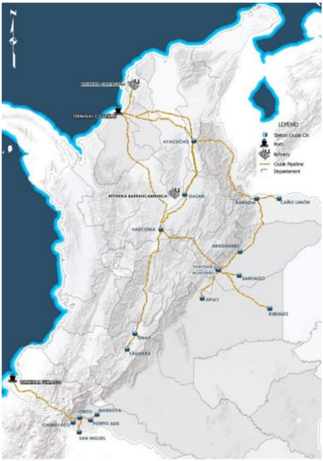
Éste es otro gran obstáculo para Ecopetrol . Si bien muchas refinerías estadounidenses están configuradas para procesar mezclas de crudos pesados y ácidos, la demanda de crudos más livianos y dulces está aumentando, particularmente en Asia . Esto se puede atribuir a que los crudos más ligeros y dulces son más baratos y más fáciles de refinar en gasolina, diésel y otros combustibles de alta calidad y bajo contenido de azufre que los grados ácidos pesados. La introducción de IMO2020el 1 de enero, que reduce significativamente el contenido de azufre de los combustibles marítimos, fue responsable de provocar un marcado aumento en la demanda de crudos más ligeros y dulces de Asia. Esto hizo que la demanda de mezclas de petróleo crudo Lula y Buzios de Brasil, que tienen densidades API de 29 ° y 28,4 ° combinadas con un bajo contenido de azufre de 0,27% y 0,31%, se disparara, convirtiendo la economía más rica de América Latina en la tercera más grande.proveedor de crudo a China. Eso, combinado con Brasil, en particular Petrobras, impulsar la producción de mezclas de petróleo crudo pre-sal dulces más ligeras está ejerciendo una presión considerable sobre los precios de otras mezclas de petróleo crudo producidas en América del Sur. Esto, junto con el hecho de que Castilla y Vasconia son grados de petróleo crudo más pesados y ácidos, los hace cotizar con un gran descuento frente al Brent, que ronda los 4,50 dólares por barril. Existe todo el riesgo de que ese diferencial se amplíe debido a la creciente demanda mundial de petróleo crudo más liviano y dulce.

Nevertheless, Ecopetrol has made tremendous inroads into cutting operational expenses, so much so that it has an average production breakeven price of less than $30 per barrel. That means, even in this current depressed pricing precios deprimidos, las operaciones de Ecopetrol tienen un flujo de caja positivo y rentable. Esto es evidente en los resultados del tercer trimestre de 2020 de la empresa de energía principal, donde las operaciones upstream reportaron un ingreso neto de $ 64 millones a pesar de que Brent solo promedió $ 42,91 por barril durante el período.

Ingresos garantizados de activos midstream

Una parte clave de las operaciones de Ecopetrol son sus activos midstream, en particular las participaciones controladoras de la empresa en los principales oleoductos de Colombia. Las operaciones midstream de la principal energética son un impulsor de ganancias clave que genera casi la mitad del EBITDA del tercer trimestre de 2020 de Ecopetrol . Estos son activos de particular importancia porque son una fuente garantizada de flujo de caja para Ecopetrol . Una combinación de terreno accidentado, la ubicación remota de muchos campos petrolíferos y la falta de infraestructura de transporte significa que los oleoductos son el único medio económico para transportar grandes volúmenes de crudo en Colombia.

Even in the current harsh operating environment where sharply weaker oil prices are heavily impacting the profitability of upstream operations, Ecopetrol's midstream assets continue to generate strong earnings. Colombia's pipeline network, owned by Ecopetrol and its subsidiaries **CENIT** and **Hocol,** along with various interests owned by private companies, notably Colombia's second largest oil producer **Frontera**, connects the Andean country's major onshore sedimentary basins to the ports of Tumaco, on the Pacific Coast, and Coveñas on the Caribbean coast.

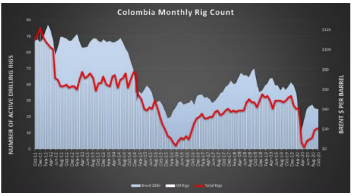


Fuente: Ecopetrol

Ecopetrol's midstream third quarter 2020 EBITDA was $643 million with an

El EBITDA medio del tercer trimestre de 2020 de Ecopetrol fue de $ 643 millones con un impresionante margen EBITDA de 77,6%, mientras que la utilidad neta totalizó $ 281 millones, lo que representó un aumento del 4% con respecto al trimestre anterior. Ese sólido aumento trimestre a trimestre en la utilidad neta se puede atribuir a mayores volúmenes de transporte. La red de oleoductos de Ecopetrol transportó diariamente 754.000 barriles de crudo y 225.000 barriles de productos derivados durante el trimestre, un total de 979.400 barriles de petróleo equivalente, que fueron, respectivamente, 0,3% menores y 32% mayores respecto al trimestre anterior. Los volúmenes totales transportados fueron, a pesar de ser un 5,7% mayores de trimestre a trimestre, fueron significativamente más débiles año tras año para bajar un 15% a 979.000 barriles de petróleo equivalente al día.

Sin embargo, ese número crecerá debido al aumento de la producción de petróleo en Colombia. Los principales perforadores de Colombia, Frontera , **Parex** y **Gran Tierra** , están volviendo a poner en funcionamiento los pozos después de cerrar operaciones antieconómicas a principios de este año debido al colapso del precio del petróleo en marzo de 2020 y la pandemia de COVID-19. Esto es evidente por el creciente número de plataformas de Colombia, con datos de Baker Hughes que muestran 13 plataformas de perforación operativas a fines de octubre de 2020 en comparación con 12 de septiembre, 6 a fines de julio y 7 de agosto.



Fuente: Baker Hughes y EIA de EE. UU.

Según el Ministerio de Minas y Energía de Colombia, la producción nacional de hidrocarburos (español) promedió 933,717 barriles de petróleo equivalente diarios durante septiembre de 2020, lo que fue un 1,72% mayor que el mes anterior, con una expansión de la producción de crudo de 1% mes a mes. Las ganancias de midstream seguirán creciendo a medida que se expanda la producción de petróleo y gas natural de Colombia.

El negocio de downstream está creciendo

Ecopetrol downstream operations are focused on its refineries in Cartagena and Barrancabermeja. Both operations reported solid third quarter 2020 numbers showing a notable improvement over the second quarter. These included a notable increase in throughput which increased by 24% quarter over quarter for Cartagena to almost 145,000 barrels daily and 30% for Barrancabermeja to 179,000 barrels daily. Refinery utilization rates also grew, rising by 20% and 13%, respectively, as Ecopetrol ramped up operations at the Cartagena and Barrancabermeja in response to the improved pricing environment.

Despite higher utilization and throughput, Ecopetrol's downstream business reported a $110 million loss for the third quarter, which was 14.5% greater fue un 14,5% mayor que en el período anterior. Eso se puede atribuir a costos operativos más altos de lo anticipado causados por el cierre de la pandemia COVID-19 en Colombia, que obligó a Ecopetrol a cerrar operaciones no esenciales en su refinería. En el futuro, los costos operativos deberían caer, lo que, combinado con una mayor producción de petróleo y una mayor demanda interna de combustible, dará un impulso saludable a las ganancias posteriores.

Perfil de deuda

Ecopetrol possesses a solid balance sheet with total liabilities of $25 billion at the end of the third quarter 2020, while long-term debt was $13 billion and cash on hand came to $2.2 billion. The company has a trailing twelve-month gross long-term debt to EBITDA multiple of 2.4 times, indicating that it is not over-leveraged but needs to reduce debt, if the originally planned multiple of 1.5 times is to be achieved. Ecopetrol will have that opportunity because of firmer oil prices, with Brent expected to reach $50 per barrel during 2021, and perhaps higher. While the degree of leverage is some cause for concern, it is not a material issue at this time, and it will fall lower as EBITDA rises.

Understanding risk

Aside from the usual commodity price and operational risks faced by an integrated oil company, Ecopetrol is exposed to country-specific risks because most of its operations are in Colombia. A deteriorating security environment and growing civil dissent is weighing heavily on Colombia's oil industry. Community blockades along with attacks on pipelines and well-heads have the potential to disrupt production. The Caño Limon-Coveñas and Transandino pipelines are popular targets for sabotage and bombings by the last remaining leftist rebel group the ELN. There were 42 attacks on the Caño Limon-Coveñas pipeline during 2019, mostly attributed to the ELN, and another 15 for the first y Transandino son blancos populares de sabotajes y atentados con bombas por parte del último grupo rebelde de izquierda que queda, el ELN. Hubo 42 ataques al oleoducto Caño Limón-Coveñas durante 2019, en su mayoría atribuidosal ELN, y otros 15 durante los primeros cinco meses de 2020, con un total de 25 ataques registrados para ese período en la infraestructura petrolera de Colombia. La sifonación ilegal de oleoductos en Colombia es un problema creciente que afecta aún más su integridad operativa.

Cuando esos oleoductos se cierran, las operaciones en los campos petroleros afectados se ralentizan, y el petróleo crudo que se bombea debe almacenarse en el sitio y, en algunos casos, se cierran hasta que estén operativos. También hubo ataques a las operaciones de Ecopetrol en el campo petrolífero La Cira-Infantas, donde 31 pozos fueron saboteados a principios de junio de 2020. También están los costos asociados con la reparación de los daños que afectarán las ganancias si los ataques aumentan. Eso puede afectar la producción de Ecopetrol y, en última instancia, las ganancias. Fueron estas preocupaciones las que sustentaron la decisión de Occidental de vender sus activos colombianos en tierra.

Protests also rocked Colombia in November 2019 when people took to the streets to protest the Duque administration's economic and budgetary policies, escalating violence including the murder of community leaders and failure to implement the FARC peace agreement. Those protests are expected to recommence in 2020 once the national health emergency and lockdown requirements ease. There is every indication that escalating tensions in Colombia could impact the economically important oil industry and Ecopetrol's operations, likely adversely affecting earnings over the short term.

The boom in demand for lighter sweeter crude oil grades globally could also El auge de la demanda de grados de petróleo crudo más livianos y dulces a nivel mundial también podría afectar las ganancias de Ecopetrol . Esto podría hacer que se amplíen las diferencias de precios entre el Brent y las leyes del crudo pesado, lo que afectaría la rentabilidad de las operaciones upstream de Ecopetrol . Esto se debe a que más del 60% de la producción de petróleo de la empresa se compone de crudo pesado. Las dos principales mezclas de crudo colombiano, Castilla y Vasconia, son pesadas y ácidas con densidades API de 17,7 ° y 23 ° con altos contenidos de azufre de 1,83% y 1,09%, lo que las hace particularmente ácidas. Eso reduce su atractivo para las refinerías en un mundo donde hay un contenido de azufre cada vez mayor y se promulgan otras leyes para reducir la contaminación. Las variedades de crudo ligero más dulce son más baratas y fáciles para procesar en gasolina de alta calidad, diesel y otros combustibles.

Pago de dividendos

Ecopetrol paga dividendo con una jugosa rentabilidad del 9%. El dividendo se paga anualmente y parece sostenible a pesar de tener una tasa de pago del 147%. Ecopetrol cuenta con recursos económicos suficientes para cubrir el dividendo. El próximo pago no vence hasta abril, y se anticipa que los precios del petróleo se recuperará sustancialmente para luego dar a la utilidad neta de Ecopetrol un aumento sólido, lo que hará que la tasa de pago caiga a un nivel sostenible. El dividendo también es una fuente importante de ingresos fiscales para el gobierno de Colombia, lo que significa que es poco probable un recorte incluso si se justifica.

It should be noted that 10% withholding tax is levied on dividends paid to non-residents from the taxed profits of Colombian companies. That reduces Ecopetrol's dividend yield for U.S. residents to around 8%, which is still an residentes de EE. UU. A alrededor del 8%, que sigue siendo un rendimiento extremadamente atractivo. Todo indica que Ecopetrol puede mantener su pago de dividendos en el duro entorno operativo actual, lo que amplifica su atractivo para los inversores.

Viendo hacia adelante

Este ha sido un año difícil para Ecopetrol . Las ganancias han disminuido drásticamente con la administración pronosticando un EBITDA para 2020 de $ 5.5 mil millones, que es un 37% menor que en 2019. De hecho, Ecopetrol no ha reportado un EBITDA tan bajo desde 2016 cuando los precios del Brent cayeron por debajo de los $ 30 por primera vez desde la crisis financiera de 2009. Si bien abundan los vientos en contra para Ecopetrol , la acción parece barata con su relación EV a EBITDA de 5.5 más baja que la de muchos de sus competidores, incluida **Petrobras.** (NYSE: PBR), **ConocoPhillips** (NYSE: COP)y **Chevron** (NYSE: CVX). El atractivo de la empresa como inversión se ve amplificado por sus bajos costos de equilibrio para sus operaciones upstream y una base de activos upstream cada vez más diversificada. Ecopetrol es barato porque una sensación exagerada de riesgo