

ECOPETROL S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Moneda Extranjera	
Largo Plazo IDR	BBB-
Moneda Local	
Largo Plazo IDR	BBB
Nacional	
Calificación Largo Plazo	AAA(col)
Deuda no Garantizada	AAA(col)
Perspectiva	

Resumen Financiero

(COP k. millones)	LTM	
	30/06/11	31/12/10
Total Activos	79.527	68.769
Total Deuda		
Financiera	9.079	8.912
Ingresos	52.142	41.968
EBITDA	23.847	17.226
EBITDA (%)	46	41
Deuda/ EBITDA (x)	0,4	0,5

Analistas

Lucas Aristizabal
 +(1) 212 908-9158
lucas.aristizabal@fitchratings.com

Ana Paula Ares
 +54 11 5235 8121
ana.ares@fitchratings.com

Gláucia Calp
 +571 3269999 ext 1110
Glauca.Calp@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Vínculo con la calificación de riesgo soberano de Colombia: La calificación de Ecopetrol está ligada con el perfil crediticio de la República de Colombia (con calificaciones de Fitch en escala internacional en moneda local y extranjera de 'BBB' y 'BBB-', respectivamente), la cual controla actualmente la mayoría del capital de la compañía. Adicionalmente, la compañía se encuentra expuesta a cambios regulatorios y al reintegro de los subsidios otorgados por el gobierno central al consumidor final cuando el fondo de estabilización presente déficits. La compañía genera aproximadamente entre el 15% y 20% de los ingresos del Gobierno y es de gran importancia estratégica para el país. La exigente política de dividendos, que en el pasado han promediado cerca de 70% de la utilidad neta, está influenciada por las necesidades del gobierno central, dada la inflexibilidad del gasto público. La junta directiva de la compañía está conformada por nueve miembros de los cuales seis son independientes y tres son funcionarios del gobierno.

Agresiva estrategia de crecimiento y ambicioso programa de inversiones de capital:

Ecopetrol tiene una agresiva estrategia de crecimiento y sus indicadores operacionales, aunque han venido mejorando, se ubican ligeramente por debajo del promedio para la calificación asignada, limitando todavía su nivel de calificación internacional. La empresa continúa mejorando sus niveles de reposición de reservas, reportando en el 2010 un índice de 193% de reposición. La vida de las reservas es aproximadamente 9.1 años a Diciembre de 2010. Ecopetrol planea aumentar la producción de crudo a 1 y 1,3 millones barriles por día (boepd) en 2015 y 2020, respectivamente, partiendo de 579 mil barriles que produjo durante 2010. De igual forma, la empresa espera incrementar la capacidad de refinación a 420 mil barriles por día de 335 mil barriles que tienen actualmente. Fitch considera que estas metas son agresivas y que el logro de las mismas implica retos para la compañía si pretende mantener sus métricas crediticias objetivo. Estas incluyen apalancamientos por debajo de 2,0 veces EBITDA, la cobertura de intereses por encima de 5,0 veces EBITDA y la razón de Deuda / Reservas Probadas sea aproximadamente de U\$4,5 por barril.

Con el fin de cumplir con su estrategia de crecimiento, Ecopetrol tiene un programa de inversiones de capital desde el 2011 hasta el 2020 de aproximadamente U\$80.000 millones de dólares. Estas inversiones estarán destinadas así: U\$64.000 millones para el negocio de Upstream, U\$16.000 millones para Downstream y U\$250 millones para la consolidación organizacional. Para que la compañía alcance la meta de producción de 1,3 millones de bped, debe incorporar alrededor de 4.9 mil millones de reservas hasta el 2020, lo que implica un esfuerzo importante en actividades de exploración y desarrollo de reservas. La razón de reposición de reservas y descubrimiento de reservas es de gran importancia para que la compañía pueda cumplir con los objetivos trazados y así mismo mantener su perfil crediticio. La compañía planea financiar su programa de inversiones mediante la generación interna de recursos, emisión de deuda y a menor medida con ofertas de acciones, lo que reducirá la participación del Gobierno en la empresa al mínimo del 80% permitido.

Sólido Perfil Financiero: Ecopetrol mantiene un fuerte perfil crediticio, con un EBITDA consolidado de \$23,8 billones de pesos y una deuda total consolidada de \$9,0 billones en los últimos doce meses terminados en junio del presente año. Sus reservas son amplias y estables con 1.714 millones de barriles (boe), y sus niveles de producción han venido

creciendo. Estos factores, junto con su dominante participación en el mercado doméstico, le han permitido a la compañía generar sustanciales flujos de efectivo y cumplir con sus obligaciones de manera oportuna. De igual forma, la empresa ha diversificado sus fuentes de ingreso mediante la expansión internacional con activos en Brasil, Perú y en los Estados Unidos (Costa del Golfo). La producción y reservas de estos países son pequeñas pero se espera que aumenten con el tiempo. Junto a las exportaciones, que actualmente representan cerca del 50% de los ingresos de la compañía, la compañía está en capacidad de generar recursos en otras jurisdicciones. Sin embargo y al igual que otras compañías en el sector de petróleo y gas, Ecopetrol es vulnerable a fluctuaciones en los precios internacionales de hidrocarburos y a regulaciones más estrictas relacionadas al medio ambiente que requieren inversiones importantes en sus operaciones de refinación.

Ecopetrol mantiene una sólida posición de liquidez, con la que cubre sus obligaciones financieras y las necesidades propias del negocio. A junio de 2011, la empresa mantenía \$5,0 billones de pesos en efectivo y bajas obligaciones de corto plazo. Ecopetrol espera financiar su plan de inversiones por medio de la generación interna de caja, emisión de deuda (parte con una emisión local de \$1.000.000 millones realizada en Diciembre de 2010) y una oferta pública de acciones, lo que incrementaría el capital flotante de la empresa al 20%. Con este fin, en mayo de 2009 la compañía adquirió un crédito sindicado por dos billones de pesos a siete años en moneda local y emitió bonos por valor de U\$1.500 millones de dólares en el mercado de capitales internacional y COP \$1.000.000 millones de bonos locales en el 2010. En el futuro, debido a la alta política de dividendos y al importante plan de inversiones, se espera que el flujo de caja libre de la compañía sea negativo al paso que la deuda podría aumentar de manera significativa. Fitch Ratings espera que el apalancamiento, medido por la deuda total ajustada (incluyendo la deuda fuera de balance) sobre EBITDA, se encuentre en un rango entre 2,0 x y 2,5 x en el mediano plazo.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Las calificaciones de Ecopetrol podrían ser bajadas ante una baja en la calificación de Colombia, un aumento en el apalancamiento financiero de la compañía más allá de las expectativas de Fitch, débil desempeño operativo que resulte en una reducción de reservas o niveles de producción más bajos y un fuerte y prolongado descenso de precio de productos básicos

Perfil

Ecopetrol es una empresa integrada del sector de hidrocarburos, que desarrolla sus operaciones industriales y comerciales aprovechando su participación en el mercado nacional y la infraestructura que posee para ejecutar sus proyectos. Ecopetrol opera bajo seis líneas de negocios principales: Exploración y Producción, Refinación, Petroquímica, Biocombustibles Transporte, Suministro y Mercadeo.

La compañía cuenta con campos de extracción de hidrocarburos en el centro, el sur, el oriente y el norte de Colombia, dos refinerías, puertos para exportación e importación de combustibles y crudos en ambas costas y una red de transporte de aproximadamente 8.591 kilómetros de oleoductos y poliductos a lo largo de toda la geografía colombiana.

En términos de gobierno corporativo, la entidad ha fortalecido sus buenas prácticas de gobierno, hecho que se ve reflejado en la composición de su junta directiva, la cual cuenta con nueve miembros de los cuales seis son independientes y tres son funcionarios del gobierno.

Informes relacionados

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras'.
Noviembre 24, 2009.

Reporte Especial 'Perspectivas del Sector Corporativo Colombiano'.
Julio 30, 2010.

A junio del presente año la producción bruta de Ecopetrol incrementó a 674 mil barriles equivalentes por día de 559 mil barriles, para un incremento del 20%. La compañía continúa incrementando la participación de crudos pesados en el volumen total de la producción, que ha pasado a aproximadamente 45% de 35% en el primer semestre de 2009.

En julio del 2010, la Junta Directiva aprobó un nuevo Plan Estratégico para las compañías que conforman el Grupo Empresarial Ecopetrol para los periodos comprendidos entre 2011-2020. Dentro de los nuevos parámetros de dicho Plan, se destaca el incrementar la producción al 2020 en 1,3 millones de barriles equivalentes y realizar la incorporación de 6.000 Mboe de reservas 1P.

Liquidez y Estructura de deuda

Ecopetrol evidencia una evolución financiera favorable, que se ha venido fortaleciendo de la mano de los procesos operativos y comerciales de la empresa. Los ingresos se han visto favorecidos por el incremento de los precios de los productos energéticos y el aumento en la producción. Por su parte, el aumento de los costos asociados a la operación ha guardado relación con la estrategia de fortalecer la actividad exploratoria. Lo anterior le ha permitido a Ecopetrol mantener su capacidad de generar recursos a partir del giro de su operación.

La liquidez de la compañía está soportada en los niveles históricos de caja que ha mantenido y en el amplio acceso a fuentes de financiación. A junio de 2011, Ecopetrol presentó niveles de caja y valores líquidos por \$4.957.467 millones, por lo que, en opinión de Fitch, la posición de liquidez de la compañía es fuerte considerando que sus obligaciones financieras ascienden a \$9.079.015 millones. La liquidez también está soportada por la adquisición del crédito sindicado por \$2,2 billones y su acceso a los mercados internacionales de capital.

La generación de flujo de efectivo de Ecopetrol se ve expuesta a los cambios en los precios del crudo y la fluctuación de las divisas. Para junio de 2011, Ecopetrol generó \$ 23.847.492 millones de EBITDA LTM y \$ 16.468.866 millones de flujo generado por las operaciones (FGO-LTM), resultados superiores a los obtenidos durante el mismo periodo en el 2010. Para junio del presente año, Ecopetrol ha mejorado sus márgenes de rentabilidad producto de los incrementos del precio del petróleo y de los volúmenes de ventas, lo que ha incidido positivamente en los indicadores crediticios. Ecopetrol presenta un indicador de EBITDA / Intereses de robustos. Durante los últimos doce meses terminados a junio de 2011, la relación de Deuda Total / EBITDA es de 0,40 veces (0,37 en junio de 2010).

Debido a la alta política de dividendos y al agresivo plan de inversiones de capital, es posible que el flujo de caja libre continúe siendo negativo en el futuro. Adicionalmente, la deuda podría aumentar considerablemente. Fitch Ratings espera que el apalancamiento, medido como deuda total ajustada (incluida la deuda fuera de balance) sobre EBITDA, se encuentre en un rango entre 2,0 veces (x) y 2,5 (x) en el mediano plazo.

Ecopetrol S.A.						
Colombian Pesos COP	Millions	LTM				
		2011-06-30	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
Profitability						
Operating EBITDA		23,847,492	17,226,937	11,502,943	14,197,439	10,201,873
Operating EBITDAR		23,847,492	17,226,937	11,502,943	14,197,439	10,201,873
Operating EBITDA Margin (%)		46	41	38	42	46
Operating EBITDAR Margin (%)		46	41	38	42	46
FFO Return on Adjusted Capital (%)		32	25	15	31	32
Free Cash Flow Margin (%)		(12)	0	(41)	(3)	8
Return on Average Equity (%)		29	21	15	38	22
Coverage						
FFO Interest Coverage		65.0	85.3	43.8	554.0	
Operating EBITDA/Interest Expense		93.5	118.1	82.9	732.7	
Operating EBITDAR/ Interest Expense + Rents		93.5	118.1	82.9	732.7	
Operating EBITDA/ Debt-Service Coverage		16.5	14.1	20.0	47.3	2,858.5
Operating EBITDAR/ Debt-Service Coverage		16.5	14.1	20.0	47.3	2,858.5
FFO Fixed Charge Coverage		65.0	85.3	43.8	554.0	
FCF Debt Service Coverage		(4.0)	0.2	(21.5)	(3.0)	513.8
(FCF+Cash & Marketable Securities)/Debt-Service Coverage		(0.5)	3.2	(15.4)	4.0	1,564.4
Cash Flow from Operations/Capital Expenditures		0.9	1.4	0.7	1.6	3.0
Capital Structure and Leverage						
FFO Adjusted Leverage		0.5	0.7	1.0	-	-
Total Debt with Equity Credit/Operating EBITDA		0.4	0.5	0.5	-	-
Total Net Debt with Equity Credit/Operating EBITDA		0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.4)
Total Adjusted Debt/Operating EBITDAR		0.4	0.5	0.5	-	-
Total Adjusted Net Debt/Operating EBITDAR		0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.4)
Implied Cost of Funds (%)		3.3	1.9	4.3	13.4	-
Secured Debt/Total Debt						
Short-term Debt/Total Debt		0.1	0.1	0.1	1	1
Balance Sheet						
Total Assets		79,527,353	68,769,356	55,559,517	48,702,412	48,112,080
Cash and Marketable Securities		4,957,467	3,726,778	3,562,119	2,113,803	3,749,899
Short-Term Debt		1,191,631	1,079,169	437,081	281,026	3,569
Long-Term Debt		7,887,384	7,833,715	5,714,354	5,473	
Total Debt		9,079,015	8,912,884	6,151,435	286,499	3,569
Equity Credit						
Total Debt with Equity Credit		9,079,015	8,912,884	6,151,435	286,499	3,569
Off-Balance Sheet Debt		-	-	-	-	-
Total Adjusted Debt with Equity Credit		9,079,015	8,912,884	6,151,435	286,499	3,569
Total Equity		42,986,509	41,814,132	33,511,268	34,862,668	26,808,467
Total Adjusted Capital		52,065,524	50,727,016	39,662,703	35,149,167	26,812,036
Cash Flow						
Funds from Operations		16,322,956	12,297,476	5,936,556	10,714,139	8,581,860
Change in Operating Working Capital		(636,975)	1,913,425	3,275,137	(279,399)	822,948
Cash Flow from Operations		15,685,981	14,210,901	9,211,693	10,434,740	9,404,808
Total Non-Operating/Non-Recurring Cash Flow		-	-	-	-	-
Capital Expenditures		(17,114,131)	(10,319,975)	(12,852,589)	(6,704,595)	(3,095,835)
Dividends		(4,568,986)	(3,789,828)	(8,902,602)	(4,654,340)	(4,475,399)
Free Cash Flow (FCF)		(5,997,136)	101,098	(12,543,498)	(924,195)	1,833,574
Net Acq. and Divest.		(7,386,393)	(12,971,915)	(9,022,450)	(3,185,910)	(5,028,945)
Other Investments, Net		10,582,952	10,582,952	15,974,266	-	-
Net Debt Proceeds		2,593,995	2,761,449	6,161,793	282,930	(39,305)
Net Equity Proceeds		(337)	-	41,044	832,919	5,359,968
Other Financing, Net		151,170	(454,835)	698,360	-	(2,271)
Total Change in Cash		(55,749)	18,749	1,309,515	(2,994,256)	2,123,021
Income Statement						
Net Revenues		52,142,089	41,968,311	30,404,390	33,896,669	22,332,320
Revenue Growth (%)		24.2	38.0	(10.3)	51.8	
Operating EBIT		18,386,056	12,878,842	7,873,339	12,418,368	8,786,340
Gross Interest Expense		254,994	145,910	138,801	19,376	-
Net Income		11,140,782	8,000,561	4,993,253	11,629,677	5,179,792

EBITDA = utilidad operativa + depreciación y amortización. EBIT = utilidad operativa. FFO = Utilidad Neta + Depreciación y Amortización + Resultado en Venta de Activos + Castigos y Provisiones + Resultado Inversión en Empresas Relacionadas + Otros Ajustes al Resultado Neto + Variación Otros Activos + Variación Otros Pasivos - Dividendos Preferentes. CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Cargos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. LTM = Últimos doce meses (Last Twelve Months)

Relación con los medios: María Alejandra Ortiz, Bogotá, Tel. + 57 1 326-9999 Ext. 1310, Email: maria.ortiz@fitchratings.com

Fecha del Comité Técnico de Calificación: 31 de agosto de 2011.

Acta Número: 2289

Objeto del Comité: Asignación de Calificación. Definición de la Calificación AAA- (col): La calificación 'AAA(col)' representa la máxima calificación asignada por Fitch Colombia en su escala de calificaciones domésticas. Esta calificación se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país, según escala de calificación de FitchRatings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

Información adicional disponible en 'www.fitchratings.com' y 'www.fitchratings.com.co'
Criterios de Calificación Aplicables e Informes Relacionados:

'Metodología de Calificación de Empresas no Financieras' (Agosto 13, 2010)

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Glauca Calp, María Paula Moreno y María Pía Medrano. *Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo que se cuente con el consentimiento de Fitch. Todos los derechos son reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida por otros riesgos que no estén relacionados con el riesgo crediticio, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título, y en ningún caso constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular.