

Documentos

CiDESD

28

Mayo/2020

Análisis de sostenibilidad financiera del Grupo Empresarial Ecopetrol (GEE) a partir del informe de resultados del primer trimestre de 2020¹



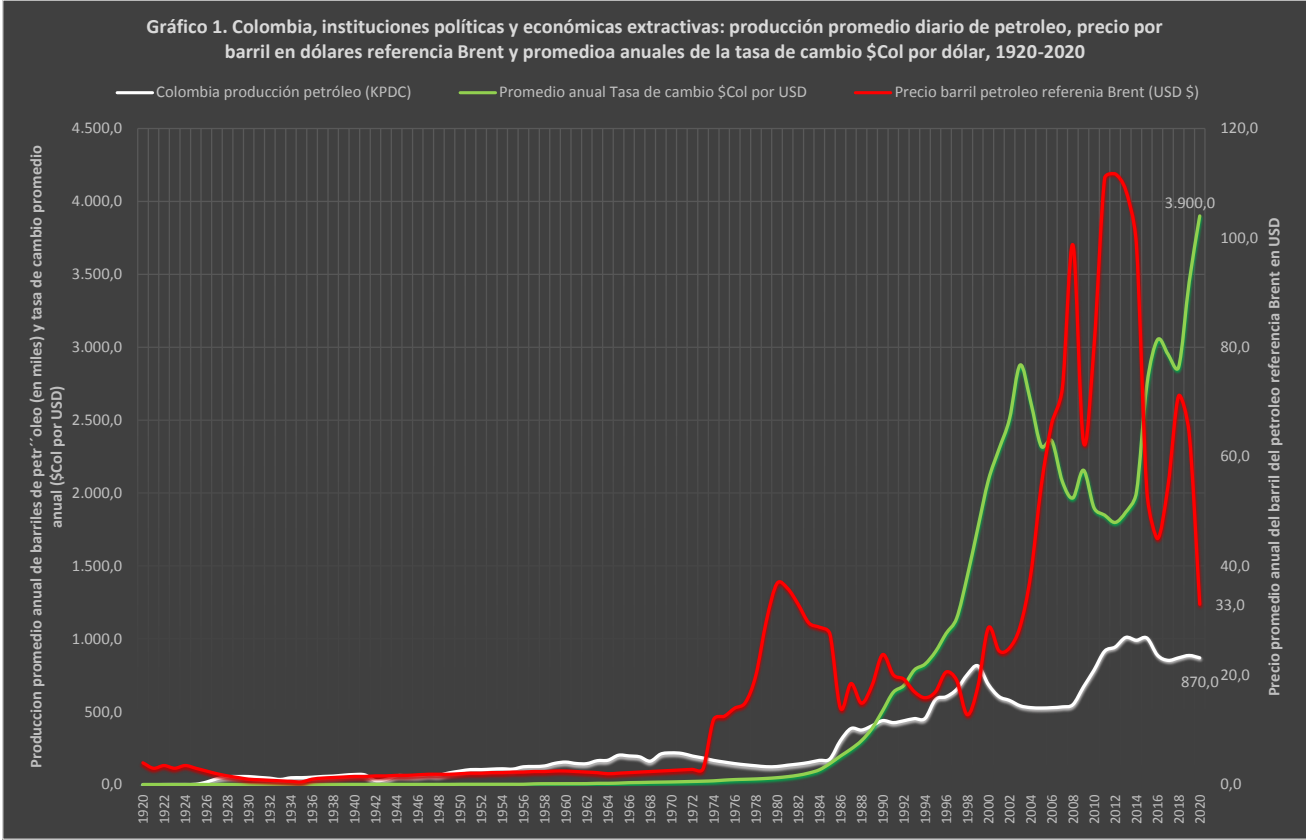
*Libardo Sarmiento Anzola*², Investigador Asociado y Miembro del Consejo Asesor de CiDESD.

El Petróleo referencial Brent cotizó durante el mes de mayo de 2020 a un precio promedio de USD\$30. El primero de abril había rosado un piso de USD\$19. En los últimos doce meses el precio del barril de petróleo Brent ha descendido alrededor de un 60 por ciento. Desde el año 1987 hasta ahora, USD\$144 ha sido el precio más alto al que ha cotizado el barril de crudo, el 3 de julio de 2008; mientras que en el 10 de diciembre de 1998, cotizaba en los USD\$9 que fue su precio mínimo durante este periodo. Esta inestabilidad del mercado y de los precios internacionales del petróleo impacta directamente la producción colombiana de hidrocarburos, la tasa de cambio, la cotización de la acción de Ecopetrol en las bolsas de valores, la sostenibilidad financiera de Ecopetrol y las finanzas del Estado (Gráficos 1 y 2).

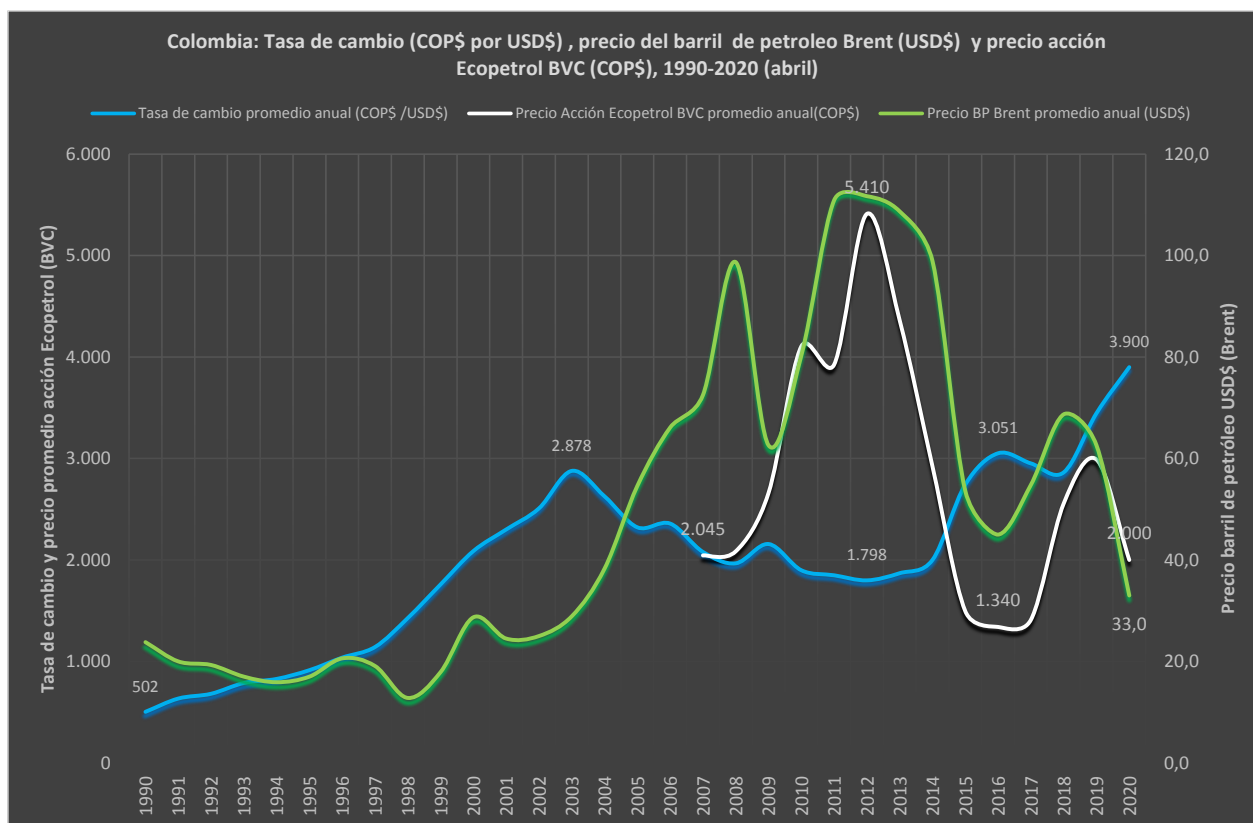
¹ El sábado 16 de mayo de 2020, la Plataforma por la Auditoría Ciudadana de la Deuda y ANDEPETEROL organizaron un conversatorio virtual denominado: "Ecopetrol, extractivismo y Finanzas. Una Crisis Generada", con la participación del senador Antonio Sanguino, los profesores Oscar Vanegas y Libardo Sarmiento Anzola. El video documento, con los análisis realizados, lo hemos reproducido en las redes sociales (<https://www.facebook.com/PlataformaAuditoriaColombia/videos/289058025451769/>). Adicional, para efectos de sustentación y estudio, en este boletín ofrecemos el documento original del profesor Sarmiento Anzola. El análisis financiero de los resultados del primer trimestre del año 2020, publicados oficialmente por el Grupo Empresarial Ecopetrol, se realizó mediante el cálculo del Altman Z-Score. Este es un sencillo método de análisis de la fortaleza financiera de una empresa. El resultado de aplicar este modelo econométrico, por parte del profesor Libardo Sarmiento Anzola, evidencia una preocupante situación de alta fragilidad financiera del GEE en cuanto el valor del índice Z-Score es inferior a 1,81. En este sentido la Asociación Nacional de Pensionados Petroleros presenta este documento del profesor Libardo Sarmiento Anzola a la opinión pública, a los trabajadores petroleros, a las organizaciones sociales, sindicales y a la población pensional minera energética, acerca de la situación financiera de la primera empresa estatal del país ECOPETROL.

² Economista político y filósofo humanista. Docente de la especialización en Derechos humanos de la UPTC. Integrante de los comités editoriales de los periódicos Desde abajo y Lemond Diplomatiq, edición Colombia. Miembro del Centro interdisciplinario de Derechos Sociales y Desarrollo, Cartagena de Indias.

Este artículo examina la evolución de las finanzas del Grupo Empresarial Ecopetrol (GEE) durante los años de bonanza y caída de los precios del petróleo³, hasta los informes financieros del primer trimestre de 2019 y de 2020. La conclusión de esta evaluación es la tendencia hacia un riesgoso deterioro en la sostenibilidad financiera de la primera empresa del país, la cual sigue siendo de propiedad mayoritaria del Estado y por lo tanto de todos los ciudadanos.



³ Para un estudio previo y de mayor perspectiva ver mi artículo publicado en el Portal Razón Pública: <https://razonpublica.com/ecopetrol-2003-2017-quebra-privatizacion-inducida/>



¿Cómo predecir una quiebra?

El método más conocido para proyectar las finanzas de una empresa se debe al economista Edward I. Altman. Altman identificó 5 indicadores o, si se quiere, 5 "malas señales" financieras de una empresa:

- T1: (Capital de trabajo/Activos Totales)- Mala señal: la empresa tiene poca liquidez (es decir poco capital de trabajo).
- T2: (Beneficios no distribuidos/Activos Totales)- Mala señal: los dividendos que la empresa paga por las acciones son demasiado reducidos o no hay retribución a los inversores.
- T3: (EBITDA/Activos Totales)- EBITDA significa la ganancia o beneficio bruto operativo de la empresa (antes de descontarle los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones) – Mala señal: la empresa no está produciendo muchas ganancias en relación con los activos.
- T4: (Capitalización Bursátil/Deuda Total)- Mala señal: La valoración de mercado de la empresa o la cotización del total de las acciones está disminuyendo en relación con la deuda total.

- T5: (Ventas Netas/Activos Totales). Mala señal: la empresa no está rotando sus activos con suficiente velocidad o los ingresos netos son demasiado bajos respecto a la operación de los activos.

En un lenguaje cotidiano se diría que las alarmas consisten en falta de liquidez, insuficiente rentabilidad de las acciones, bajo nivel de ganancia, deterioro en la valorización bursátil de la empresa por el mercado, alto endeudamiento y pocas ventas o ingresos respecto a los activos. Cada uno de los cinco indicadores anteriores tiene un peso distinto o un grado de influencia diferente sobre el futuro financiero de la empresa. Estas ponderaciones se expresan en el llamado "puntaje Z de Altman", así:

$$\text{Altman Z-score} = 1,2 T1 + 1,4 T2 + 3,3 T3 + 0,6 T4 + 1,0 T5$$

Según el resultado, la empresa podrá encontrarse en la zona segura, en la zona de riesgo o en la zona de peligro de quiebra:

- Z-score superior a 2,99: Zona segura, en principio no hay que preocuparse.
- Z-score entre 1,81 y 2,99: Zona de riesgo, es probable que la empresa pueda registrar graves problemas de sostenibilidad financiera en el mediano plazo.
- Z-score inferior a 1,81: Zona de peligro, riesgo de insolvencia financiera en el corto plazo.

Para el caso de Grupo Empresarial Ecopetrol (GEE), el análisis de los resultados financieros del primer trimestre de 2020 y su comparación con el primer trimestre de 2019 se indican a continuación.

Análisis primer T 2020 Grupo empresarial Ecopetrol (miles de millones de pesos)

T1: (Capital de trabajo/Activos Totales)

	1 T 2020	1 T 2019	Δ %
Capital de trabajo	2.572	4.834	-46,8
Activos totales	146.534	135.448	8,2
Cap Trabajo/Activos totales	1,8	3,6	

Este indicador registra un promedio de 5,7 por ciento durante el período 2003-2017. Durante el período se registran tres fases: i) crecimiento entre 2003 y 2007, al pasar de 2,2 a 19,6 por ciento; ii) caída continua entre 2008 y 2012, alcanzando un valor negativo de 1,7 por ciento; iii) nuevo aumento entre 2013 y 2017, cuando llegó a 6,9 por ciento (como producto del repunte de los precios del petróleo, la reducción de costos, la protección de caja, los empréstitos nuevos y la venta de activos).

En el primer trimestre de 2019, la relación capital de trabajo/Activos totales registró un valor de 3,6 y en el mismo período de 2020 cae a 1,8 por ciento, producto de un aumento en el valor de los activos (8,2%) y una significativa caída en el capital de trabajo (-46,8%) durante el comparativo del último año.

T2: (Beneficios no distribuidos/Activos Totales)

	1 T 2020	1 T 2019	Δ %
Utilidad neta atribuible a accionistas de ecopetrol	133	2.745	-95,2
Activos totales	146.534	135.448	8,2
Beneficios no distribuidos/ activos totales	0,1	2,0	-1,9

Este indicador muestra un promedio histórico de 5,3 por ciento durante 2003-2017. Entre 2003 y 2008 se registra un aumento del 2,7 al 16,2 por ciento. A partir de 2009 el indicador se torna inestable, en declive y negativo en algunos años (2009, 2014 y 2015). En 2017 alcanza un valor insignificante: 0,08 por ciento. El GEE perdió 3,1 billones de pesos en 2015. En consecuencia, en 2016 no repartió dividendos entre sus accionistas. Sin embargo en marzo de 2017 Ecopetrol pagó 23 pesos por acción por las “supuestas utilidades” de la empresa de hidrocarburos en 2016; y aunque esta cifra está lejos de los 300 pesos que pagó en 2011, no deja de ser un intento de maquillar la realidad financiera de la empresa.

En el primer semestre de 2019 el valor del indicador fue de 2,0 y en 2020 de 0,1 por ciento. La utilidad neta atribuible a accionistas de Ecopetrol cayó 95,2% en el comparativo de los primeros trimestres 2019-2020.

Durante los tres últimos años se registra el siguiente pago de dividendos por acción:

Pago por acción 2018: \$ 225

Pago por acción 2019: \$ 169

Pago por acción 2020: \$ 180

T3: (EBITDA/Activos Totales)

	1 T 2020	1 T 2019	Δ %
Ebitda	5.257	7.357	-28,5
Margen Ebdita	34,9	46,1	-11,2
Activos totales	146.534	135.448	8,2
Ebitda/Activos totales	3,6	5,4	-1,8

T3: (EBITDA/Activos Totales).

Este tercer indicador registra un promedio de 19,7 por ciento entre 2003 y 2017. Así medida, la rentabilidad de Ecopetrol llegó a su máximo en 2011, con un valor de 33 por ciento. En los años siguientes disminuye en más de la mitad, y en 2015 llega al 14,7 por ciento. En 2017 se registró una leve recuperación hasta bordear el 20 por ciento.

El indicador cae de 5,4 en el primer trimestre de 2019 a 3,6 por ciento en el primer trimestre de 2020. (Es necesario advertir que se trata del resultado financiero trimestral, en el acumulado anual debe cambiar el valor del indicador dependiendo del resultado financiero de los próximos tres trimestres). En síntesis, los activos, a pesar de su incremento, están produciendo menos utilidades: el Ebitda se desplomó en menos 28,5 entre los primeros trimestres de 2019-2020.

T4: (Capitalización Bursátil/Deuda Total)

Grupo empresarial Ecopetrol (miles de millones de pesos)				Valor acción	
	1 T 2020	1 T 2019	Δ %	1 T 2020	1 T 2019
Capitalización bursatil	79.355	122.939	-35,5	1.930	2.990
Deuda Total	90.154	75.104	20,0	Total acciones suscritas	
Capitalización bursatil/Deuda total	88,0	163,7	-75,7	41.116.694.690	

El valor de mercado de la acción de Ecopetrol comenzó siendo de 2.020 pesos en 2007 (cuando empezó a cotizarse en bolsa) y alcanzó un valor máximo de 5.460 pesos en 2012 (aunque el 5 de febrero de 2013 se elevó a 5.710 pesos). En el año 2013 el valor promedio de mercado de la acción de Ecopetrol cayó a 3.700 pesos (desvalorización de 32,2 por ciento). En 2015 la acción se desplomó a 1.110 pesos (una desvalorización de 79,7 por ciento respecto del 2012). El precio de la acción de Ecopetrol cerró el año 2016 en 1.380 pesos, con una valorización del 24 por ciento. Durante el primer trimestre de 2017, el valor promedio de la acción fue de 1.345 pesos, y el del precio de barril de petróleo Brent fue de 52,9 dólares. En junio de 2017, el precio del petróleo cayó a 40 dólares, la acción de Ecopetrol se negoció a 1.325 pesos, y la tasa de cambio volvió a superar los 3.000 pesos por dólar.

En mayo de 2020, el precio del barril de petróleo referencia Brent se comercializó en un promedio de USD 30, la acción de Ecopetrol cotizó en promedio a Cop\$1.930 en la Bolsa de Valores de Colombia (en la bolsa de valores de Nueva York estuvo por debajo de los USD 10; en septiembre de 2018 había acariciado los USD 28) y la tasa de cambio promedio se aproxima a 4.000 pesos colombianos por cada dólar americano.

El valor bursátil de Ecopetrol (precio promedio anual de la acción multiplicado por el número de acciones suscritas) fue de 83,1 billones de pesos en 2007. En 2012 la

valoración accionaria de la empresa alcanza un máximo de 224,5 billones de pesos. Pero en 2015 se redujo hasta un mínimo de 45,6 billones, para una desvalorización de 79,7 por ciento. En 2017 este valor alcanzó los 55,3 billones de pesos (los activos en los registros contables sumaron 120,5 billones esto es, 54,1% por encima de la valoración del mercado). De otra parte, la deuda total de Ecopetrol aumentó en 348,1 por ciento, al pasar de 16,9 billones de pesos en 2003 a 76 billones en 2016. En 2017, la deuda total de Ecopetrol registró una leve disminución: 75,1 billones. En el período 2003-2017 los activos totales de Ecopetrol crecieron en 360,1 por ciento, financiados por endeudamiento externo.

Como reflejo de todo lo anterior, el indicador T4 (valor bursátil/deuda total) registra una alta inestabilidad y muestra la fragilidad de Ecopetrol durante el período 2003-2017: entre 2003 y 2007 el indicador cae de 4,9 a 3,9; en 2012 alcanza un valor de 6,3; en 2015 había caído a 0,6; en 2016 registra una leve recuperación a 0,8 y en 2017 disminuye a 0,74. Entre los años 2013 y 2016 Ecopetrol estuvo en una grave situación de turbulencia: rápido y creciente endeudamiento en un contexto de desplome en el valor total de la empresa según el precio de mercado de las acciones. En 2017, la valorización bursátil de la empresa alcanzaba para cubrir sólo 74 por ciento de sus deudas.

En el primer trimestre de 2019 el valor bursátil de la empresa fue de COP \$122,9 billones y para el mismo período de 2020 cae a COP\$79,4 billones. Al relacionarlo con la deuda total, en 2019 cubría el 163,7 por ciento; en 2020 apenas alcanza al 88 por ciento (las deudas totales superan en 12% el valor bursátil de la empresa). El valor de los activos en los libros contables del GEE durante el primer trimestre de 2020 es de COP\$146,5 billones; por tanto, el valor bursátil del GEE en el mercado es inferior en un 45,8 por ciento a la estimación contable de los activos.

T5: (Ventas Netas/Activos Totales)

	1 T 2020	1 T 2019	Δ %
Ingresos totales	15.072	15.943	-5,5
Activos totales	146.534	135.448	8,2
Ventas Netas/Activos totales	10,3	11,8	-12,6

T5: (Ventas Netas/Activos Totales).

En 2003 esta relación era de 44 por ciento; en 2008 ascendió a 68 por ciento; pero para el 2016 se desplomó a 39,4 por ciento. En 2017, se registró una recuperación a 44,4 por ciento. En 2019 la rotación de activos durante el primer trimestre fue de 11,8 y en 2020

de 10,3 por ciento (los ingresos totales caen en -5,5% respecto al incremento en el valor de los activos: 8,2%)

En resumen: al aplicar la ecuación que sintetiza los cinco indicadores y les concede sus pesos relativos se llega a las siguientes conclusiones:

	Factor	1 T 2020		1 T 2019	
Capital de trabajo/activos totales	1,2	0,017552	0,02	0,035689	0,04
Beneficios no distribuidos/ activos	1,4	0,000908	0,00	0,020266	0,03
Ebitda/Activos totales	3,3	0,035876	0,12	0,054316	0,18
Capitalización bursatil/Deuda total	0,6	0,880219	0,53	1,636916	0,98
Ventas Netas/Activos totales	1	0,102857	0,10	0,117706	0,12
			0,77		1,35

- Durante 11 años, entre 2003 y 2013, el GEE se encuentra en la zona segura en términos de solidez financiera. El puntaje de Altman nuestra un valor promedio de 4,4, con un máximo de 5,7 en 2008 y un mínimo de 3,5 en 2006.
- En 2014 la empresa entra en la zona de alto riesgo de crisis financiera, al registrar un valor en el puntaje de Altman de 1,92;
- Entre 2015 y 2017 Ecopetrol ingresa y se mantiene en la zona crítica o de insostenibilidad financiera. El promedio en el índice de Altman es de 1,43. Sin embargo, hay una ligera tendencia positiva al pasar de 1,24 en 2015 a 1,61 en 2017.
- Durante el primer trimestre de 2019, el GEE registra un puntaje del índice Z-Score, según el método de Altman, de 1,35 y en el mismo período de 2020 cae a un valor de 0,77.

En efecto. Entre 2015 y 2016 la empresa se había descapitalizado en 1,7 billones, y el resultado neto financiero del año 2016 (ingresos totales menos egresos financieros, incluido la distribución de utilidades) fue negativo en 2,8 billones de pesos. Estos dos resultados negativos (descapitalización y desangre financiero) sumaron 4,5 billones de pesos. O sea que las utilidades de 2016 estuvieron muy por debajo del "hueco" que se había creado y la empresa no ha debido repartir dividendos. Más aún: la situación financiera de Ecopetrol tendió a empeorar en 2017. El precio del barril de petróleo rompió la barrera psicológica de los 50 dólares y se encaminó al piso de 40 dólares (el mínimo rentable de la operación de producción de Ecopetrol es de USD\$30, por debajo de ese precio el GEE comienza a acumular pérdidas). La acción de Ecopetrol en la Bolsa se negoció por debajo de los 1.400 pesos durante enero-julio de 2017 (77 por ciento por debajo del máximo alcanzado en 2013). De otra parte, las reservas de Ecopetrol

disminuyeron en un 14 por ciento entre 2015 y 2016. La tasa de cambio se mantuvo por encima de los USD 3.000 (aumentando el valor de la deuda externa de Ecopetrol); además, el aumento en las tasas de interés por parte del Banco Central estadounidense encareció el crédito adquirido por el GEE dado que se acordó a una valoración flotante.

Las utilidades del GEE las vienen generando principalmente las actividades de transporte- logística y no tanto las de exploración-producción. Globalmente, la ganancia o beneficio bruto operativo de la empresa -antes de descontarle los intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones- cayó al comparar los trimestres primeros de 2019 y 2020 en 2,1 billones, esto es, en menos (-) 28,5 por ciento. Durante el primer trimestre de 2020 se registra una caída en la cotización de la acción, con un valor promedio que fluctúa sobre los COP\$ 2.000; el precio del barril de petróleo oscila sobre los USD 30 (precio mínimo de equilibrio para el GEE) y la tasa de cambio se mantiene alrededor de los COP 4.000.

De acuerdo con la Cámara Colombiana de Bienes y Servicios Petroleros (Campetrol), con un Brent a USD 25 por barril de petróleo la producción colombiana se reduciría hasta en 100.000 barriles diarios, a tal punto de llegar a los 786.000 en 2020. Esta situación explica que el GEE enfrente, una vez más, una grave situación de fragilidad financiera. Para el caso específico del GEE, durante el primer trimestre la producción promedio del Grupo Ecopetrol alcanzó 735 kbped, es decir, 7 kbped más versus el primer trimestre de 2019, pese a eventos de orden público y el inicio del deterioro en el entorno de mercado.

Es importante señalar que este análisis no cubre el nuevo endeudamiento de la empresa durante el mes de abril de 2020; al incluirlo la fragilidad y el riesgo financiero se incrementan gravemente. Al 31 de marzo de 2020, el saldo de la deuda en el balance fue COP 46,5 billones, equivalente a USD 11,4 billones y se adelantaron las siguientes gestiones de endeudamiento durante el mes de abril:

- Desembolso de la línea de crédito contingente por USD 665 millones contratada con Scotiabank (USD 430 millones) y Mizuho Bank (USD 235 millones) en septiembre de 2018.
- Contratación de créditos de tesorería en pesos colombianos y en dólares americanos por valor de COP 775 mil millones y USD 100 millones respectivamente.
- Emisión de bonos internacionales por USD 2.000 millones.

Como consecuencia de estas actividades de financiamiento, el indicador Deuda Bruta/EBITDA reportado con corte a marzo de 2020, pasaría de 1,6 a 2,0 por efecto del nuevo financiamiento. Este ratio mide la capacidad que tiene la empresa de pagar su

deuda; hasta un valor de uno (1) no es preocupante (la empresa está saneada financieramente, en el período de un año puede cancelar la deuda con las utilidades generadas), mayor a uno (> 1) puede interpretarse como que la capacidad de la empresa de hacer frente a la devolución de su deuda es reducida, lo que podría acabar derivando en un problema estructural de costes en el mediano plazo. Y eso es algo que ningún inversor querría para ninguna de las acciones que tuviera en una cartera de inversión. La evaluación de este indicador requiere discriminar la deuda de corto, mediano y largo plazo. La confianza de las entidades de crédito al otorgar fluidos préstamos al GEE radica en que la deuda que contrae Ecopetrol la autoriza y respalda el Estado (es deuda pública: si el GEE no puede honrar las deudas, el Estado colombiano debe responder solidariamente a los acreedores) esto es, es una acreencia que compromete económicamente a todos los ciudadanos colombianos.

De acuerdo con el informe oficial del GEE⁴, las decisiones tomadas para enfrentar la difícil coyuntura son: i) Protección de los ingresos a través de una producción rentable, una gestión comercial proactiva y la ejecución de coberturas estratégicas; ii) Disminución adicional en los costos y gastos de COP\$ 1.5 billones, alcanzando una reducción de COP\$ 3.5 billones a la fecha, para lograr una meta entre COP\$ 3.5 – 4.5 billones a cierre del año; iii) Ajuste en nivel de inversiones en un nuevo rango entre USD 2.500 – 3.000 millones. Es claro que la coyuntura y las medidas necesarias para afrontarla tendrán impactos en varias de las metas establecidas dentro del plan de negocio 2020-2022.

REPRODUCE JUNTA DIRECTIVAACIONAL ANDEPETROL

4

https://www.ecopetrol.com.co/wps/portal/Home/es/Inversionistas/InformacionFinanciera/ResultadosTrimestrales/!ut/p/z1/nZBBDolwEEXP4gk6LVjLshVCq9UCoYDdGFamialL4_kIRhPZVOLsJnnvz-Qjhzrkvhv7hT_3dX4f-PO4HR4-GS4ZZDAZkQ6DEMjFbXhNVUdS-gD2ha6xiXLBaZFBmmyTSuxQkV ERujg-T4SAqliKA3JB_O-keX4AcOH4FrngCbF6A6GKpgBQm45AxspKa5zDBwiV9OvN28Va24FXni-e9YsreA!!/dz/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/