

Presentación del Reporte: Agosto 25 de 2010

ECOPETROL S.A.

BVC: ECOPETROL / NYSE: EC

Primera cobertura

Fecha de Valoración: **Mayo 28 del 2010**

Recomendación: Comprar

Acciones	ADRs
Valor del Índice: IGBC: 12.227,20 puntos	DJIA: 10.136,63 puntos
Precio de la Acción: Ecopetrol: 2.710 COP	Ecopetrol (EC): US\$27,36
<ul style="list-style-type: none"> Precio esperado al 31 de Diciembre de 2010: \$3.149 COP. Rango esperado al 31 de Diciembre de 2010: \$3.097 a \$3.203 COP. 	

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

Flujos de Caja Proyectados (Periodo Explícito)

Millones de Pesos (COP)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
UODI	10.647.041	12.043.367	13.362.641	14.604.864	15.770.034	16.858.153
WACC	13,14%	12,55%	12,51%	12,64%	13,01%	13,05%
VP de los FCLO*	75.547.526	85.652.501	96.624.995	107.885.876	118.555.146	128.311.779

* Valor presente a inicios del año.

Comparación por Múltiplos

PIW annual ranking*	50	3	6	7	9	15		38	44	Promedio Industria
	Ecopetrol	Exxon Mobil	BP	Shell	Chevron	Petrobras	Sasol	Apache	Anadarko Pete Corp.	
P/E	14,20	17,28	10,84	57,19	15,35	14,10	15,30	-118,59	-222,93	9,60
EV/ EBITDA	19,93	8,16	6,24	7,03	6,11	4,75	8,89	6,51	16,74	8,70
P/VL	3,38	2,94	1,77	1,35	3,74	2,40	2,04	2,20	1,54	2,00
Margen operativo	25,85%	9,52%	8,98%	5,26%	10,48%	21,40%	17,36%	6,58%	-0,65%	13,08%
Rendimiento x Dividendo	4,81%	2,45%	5,61%	5,36%	0,96%	2,10%	2,95%	0,57%	0,49%	3,50%

Fuentes: Yahoo finance, Bloomberg, Morning Star y Daily Finance. *Ver anexo 4.

Capitalización del Mercado, datos Financieros y Accionarios

- Capitalización Bursátil: 115,1 Billones de pesos
- Acciones en Circulación: 40.472.512.588
- Volumen Promedio diario 2009: 24,174 Millones de pesos
- Bursatilidad: Alta
- Participación índice: IGBC: 20,65%, COLCAP: 19,95%
- Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia y en el NYSE (ADRs).
- Rango último año: 2.365 COP - 2.815 COP

Apreciación Global de la Compañía

- Localización:** Bogotá, Colombia
- Industria:** Petróleo y Gas
- Descripción:** Compañía colombiana del sector petróleo y gas dedicada a la exploración, producción, refinación, transporte y comercialización de hidrocarburos.
- Productos y servicios:** Petróleo, Gas natural, Gasolinas, Destilados medios, GLP y combustóleo y productos petroquímicos.
- Sitio web de la Compañía:** www.ecopetrol.com.co

Analistas:

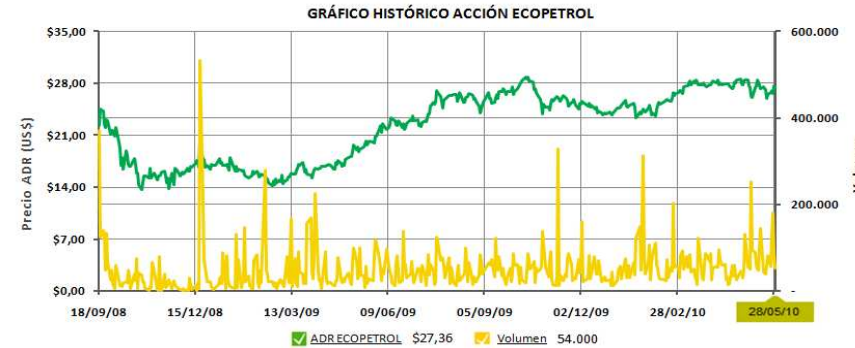
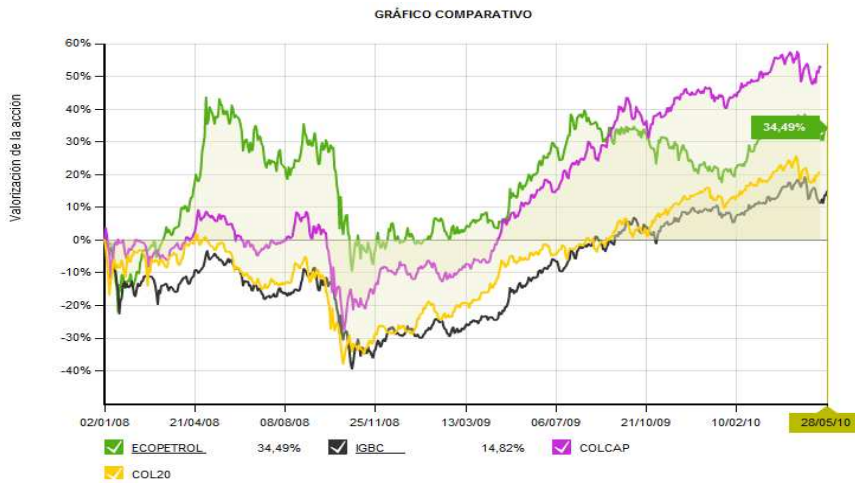
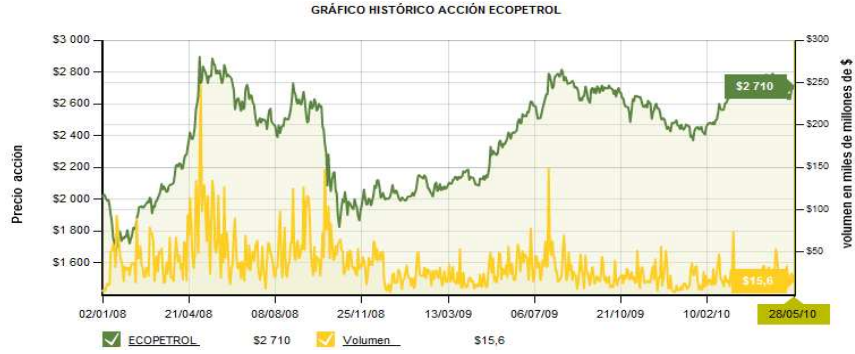
Álvaro Alejandro Urrea López
Gregorio Toro Arango
Juan Sebastián Ramírez Tobón
Marcos Gallego Gómez

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra C. Gaitán Riaño
Monitora de Investigación:
Natalia Chávarro Mejía
Asesor de Investigación:
Sandra C. Gaitán Riaño
Julián Pareja Vasseur

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia



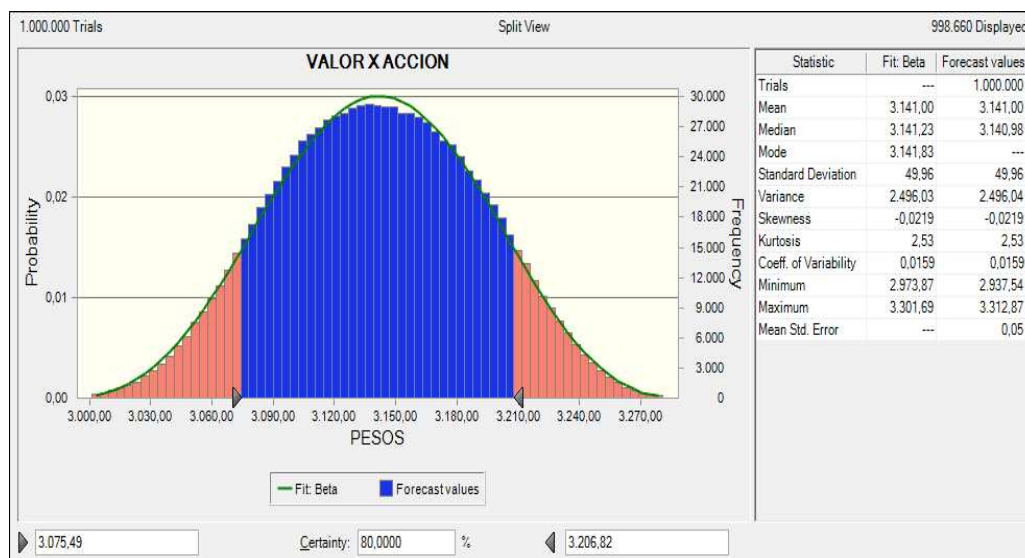
Fuente: Yahoo Finance



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

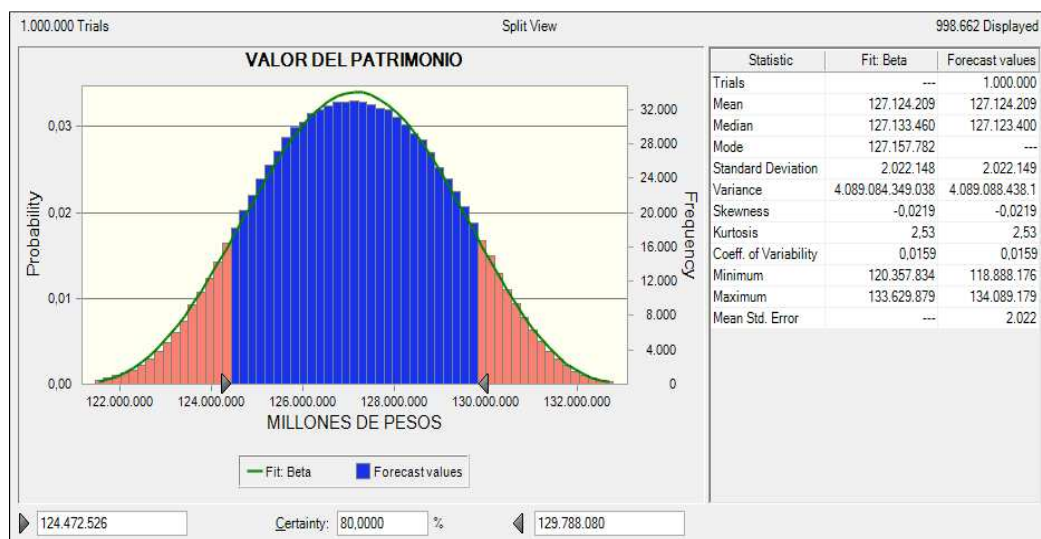
La siguiente simulación se realizó con el modelo a *diciembre 31 de 2010*.



Fuente: Elaboración propia mediante la herramienta Crystal Ball

Se realizó la simulación del precio de la acción de Ecopetrol mediante el software Crystal Ball® en Mayo de 2010.

El resultado de esta simulación muestra que la acción se ubicará en diciembre de 2010 entre \$3.076 COP y \$3.207 COP con una probabilidad del 80% y una media de \$3.141 COP.



Fuente: Elaboración propia mediante la herramienta Crystal Ball

El 80% de los valores del valor patrimonial se encontrarán ubicados en diciembre de 2010 entre \$124,47 billones COP (63,2 Mil Millones de USD) y \$129,79 billones COP (65,9 Mil Millones de USD) con una media de 127,12 billones COP¹ (64,6 Mil Millones de USD)².

¹ La notación utilizada, Billones COP, representa la nomenclatura Latinoamericana que equivale a Millón de Millones COP.

² Tasa Representativa del Mercado para el día de la valoración, 28 de Mayo de 2010: \$1966,8/dólar.

**TESIS DE
INVERSIÓN****Recomendación: Comprar**

De acuerdo con la entrevista realizada a Adriana Echeverri (CFO) y David Fernando Garzón Limber (Relación con los inversionistas) de Ecopetrol S.A, se logró comprender las estrategias de transformación, de crecimiento y de fortalecimiento. Estas estrategias se tuvieron en cuenta en la valoración de la empresa razón por la cual esta evaluación absorbe las inversiones de crecimiento como lo es la compra del 100% de Hocol en cuanto a exploración y producción de petróleo, el 100% de Reficar, de Propilco, de Comai en lo referente a la diversificación, refinación y productos derivados del petróleo. Así como otras adquisiciones de empresas de transporte y biocombustibles.

En los últimos años Ecopetrol ha estado emprendiendo una estrategia de crecimiento mediante la cual ha realizado inversiones principalmente en exploración y crecimiento, y en los últimos 3 años ha tenido un crecimiento en inversiones de refinería de petróleo y de petroquímicos. De este punto se desprende la inversión que la compañía realizará desde el 2010 hasta el 2015, donde invertirán US\$60 billones distribuidos así, upstream US\$38 billones, downstream US\$20 billones, y consolidación interna de US\$2 billones. En las inversiones upstream encontramos inversiones de producción y valoración en Brasil, Perú, Golfo de México, y Colombia.

Por otro lado dentro de la estructura de capital, la deuda de Ecopetrol S.A. se espera permanezca constante a partir del 2011 donde se espera la emisión de bonos. A la fecha las necesidades de financiamiento de la compañía son más bajas de lo estimado, explicado por los altos precios del petróleo WTI en el primer trimestre del 2010 y por la alta producción de petróleo. Por lo anterior podemos notar que la empresa se encuentra encaminada en cumplir su meta de producción y venta de 1.000.000 de barriles diarios a 2015.

En conclusión podemos decir que Ecopetrol ha emprendido estrategias de expansión e internacionalización que la convierte en una empresa con alto potencial de crecimiento. De acuerdo a los cálculos realizados existe una probabilidad del 80% de que la acción se valore más de un 12% durante lo que queda del año 2010, en mayor parte por el reflejo de las inversiones que tuvieron lugar durante el 2009 y principios del 2010, así como por las inversiones futuras que implican egresos operacionales para la preparación de los pozos exploratorios. Por lo tanto nuestra recomendación es comprar.

ANÁLISIS DOFA

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> • Empresa de economía mixta, de mayor participación del estado. • Baja experiencia en exploración offshore. 	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa con proyección internacional. • Alto apoyo gubernamental. • Negociación de la acción en la bolsa de Nueva York. • Buen capital humano y conocimiento técnico. • Democratización de la empresa. • Separación de funciones con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).
AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Alta volatilidad del precio del petróleo y del dólar. • Conflicto interno, la amenaza constante de los grupos guerrilleros contra la infraestructura petrolera. 	<ul style="list-style-type: none"> • Importantes oportunidades de exploración en el territorio colombiano, de acuerdo con recientes investigaciones de varias universidades para la ANH. • Facilidad de acceso a capital. • Posibilidad de instalar nuevas operaciones en otros países mediante convenios internacionales y alianzas estratégicas con grandes empresas petroleras.

VALORACIÓN

Los flujos de caja, presentados en la página final de este reporte, se incrementan como resultado de los frutos de sus inversiones en activos fijos, así como el éxito en exploración de nuevos bloques, mejoras operativas y administrativas. Adicionalmente, la producción se obtuvo por fuentes internas a la compañía. El siguiente cuadro resume la información tomada en el modelo.

HISTORICA			PRODUCCION (Kbpd)				
			ESPERADA				
2007	2008	2009	2010	2011	2015	2020	2025
399	447	521	615	750	1000	1302	1400

Fuente: Elaboración propia, Ecopetrol.

Para los datos iniciales resultantes del planteamiento del modelo a diciembre 31 de 2010, la tasa de retención (B) usada fue de 23,18% y una tasa de crecimiento a perpetuidad (G) del 3,18%. El WACC rotativo para los años 2010 al 2015 se halló de acuerdo a la estructura de capital esperada por Ecopetrol S.A. El WACC usado para el periodo 2016-2025 y para hallar el valor de horizonte fue de 12,72%. El valor medio por acción de \$3.141 COP.³

Al final de este reporte, se encuentran los datos resultantes de un proceso iterativo de 1'000.000 de trials con sus respectivas medias tanto para el valor patrimonial como para el valor de la acción. Se anexan dos modelos, uno a diciembre 31 de 2009 y el resultante de este reporte a 31 de diciembre de 2010. Recomendamos observar estos resultados, pues son los datos finales de la modelación.

³ Las tasas mencionadas se encuentran en Pesos Colombianos (COP).

COMPARACIÓN POR MÚLTIPLOS O RELATIVA

Múltiplos (14 de Mayo de 2010)										
PIW annual ranking*	50	3	6	7	9	15		38	44	
	Ecopetrol	Exxon Mobil	BP	Shell	Chevron	Petrobras	Sasol	Apache	Anadarko Pete Corp.	Promedio Industria
P/E	14,20	17,28	10,84	57,19	15,35	14,10	15,30	-118,59	-222,93	9,60
EV/ EBITDA	19,93	8,16	6,24	7,03	6,11	4,75	8,89	6,51	16,74	8,70
P/VL	3,38	2,94	1,77	1,35	3,74	2,40	2,04	2,20	1,54	2,00
Margen operativo	25,85%	9,52%	8,98%	5,26%	10,48%	21,40%	17,36%	6,58%	-0,65%	13,08%
Rendimiento x Dividendo	4,81%	2,45%	5,61%	5,36%	0,96%	2,10%	2,95%	0,57%	0,49%	3,50%

Fuentes: Yahoo finance, Bloomberg, Morning Star y Daily Finance.

*Ver anexo 4.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector petrolero Colombiano se divide de acuerdo al nivel de producción de barriles por las empresas participantes. Actualmente la producción total se encuentra en 776 Kbpd y se espera que a finales de 2010 se ubique alrededor de los 800 Kbpd. Ecopetrol es la organización con mayor participación de la totalidad con un 87,7% (680 Kbpd). Esta proporción ha disminuido en relación al 91,8% de 2009, esto se debe a la participación que han ganado los contratos que ha hecho la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) con otras petroleras. Estos contratos permiten realizar una segunda división del sector interno, la cual se da por las empresas participantes. A partir de 2004 se ha dado un crecimiento en la firma de contratos para exploración y producción de petróleo resultando en un promedio de 50 contratos dentro del periodo 2004 y 2009, a 2010 se han firmado 2 contratos pero aún hacen falta las concesiones que se realizarán por parte del programa Open Round Colombia 2010, el cual resultará en la adjudicación de 47.767.886,69 hectáreas en las Áreas Tipo 1, Tipo 2 y Tipo 3. Dentro de las empresas participantes se encuentran.

Ramshorn International LTD	Meta Petroleum Ltd
Emerald Energy Plc	Pacific Stratus Energy Colombia Ltd
Tethys Petroleum Company Ltd	CEPCOLSA
New Horizon Exploration Inc.	Ecopetrol S.A.
Petrominerales Colombia Ltd	Talisman (Colombia) Oil & Gas Ltd
Rancho Hermoso S.A.	Exxon Mobil and Production Colombia (Vichada) Limited
Hupecol Caracara LLC	Empesa
Hocol S.A.	Consortio NTC- Petrotesting
Petropuli Ltda.	Petrobras Colombia Limited
Omega Energy Colombia	Consortio Petrotesting Southeast
Opica Blc. S.A.	

Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH)

La industria a nivel nacional es una industria mixta de mayoría gubernamental. Por ende el sector es regulado por la ANH.

Desde un punto de vista más internacional y saliéndose del análisis interno, el sector se puede analizar por países, empresas y por organizaciones.

Dentro de los países se puede realizar una subdivisión, por reservas y barriles producidos. Inicialmente, las reservas probadas a nivel mundial se encuentra en 1.333,1 miles de millones de barriles(Mmb), a este total, los mayores contribuyentes son los países del medio este, los cuales poseen más de la mitad de las reservas (754,2Mmb), donde Arabia Saudí es el país que individualmente posee la mayor cantidad (264,6Mmb). Seguidamente, se encuentra Venezuela (172,3Mmb) y en tercer lugar Irán (137,6Mmb). Colombia posee el 1,05% de las reservas mundiales (1,4Mmb) y se espera que éstas se incrementen a 2,5 Mmb a finales de 2010⁴.

Dentro de las empresas, se clasifican mediante una serie de indicadores que buscan medir el desempeño según: Upstream, Downstream, Marketing y Financiero. Dentro de los indicadores que miden el desempeño en las áreas anteriores se destacan la extracción de barriles de crudo (Kbpd), las reservas probadas de crudo(Mmb), la extracción de gas(MMcf/d), las reservas probadas de gas (Bcf), las ventas de barriles (Kbpd), la capacidad de destilación (Kbpd), ingresos (Millones de USD), Utilidad neta (Millones de USD), Total activos (Millones de USD), número de empleados y tipo de economía (privada, estatal o mixta). Todos estos indicadores conforman una puntuación que determinan el puesto a nivel mundial. Cabe destacar que Ecopetrol S.A. ocupa el puesto 50 de la lista de Energy Intelligence⁵ a 2009. Esta lista agrupa todas las empresas del sector petróleo y gas en el mundo, tanto privadas como estatales.

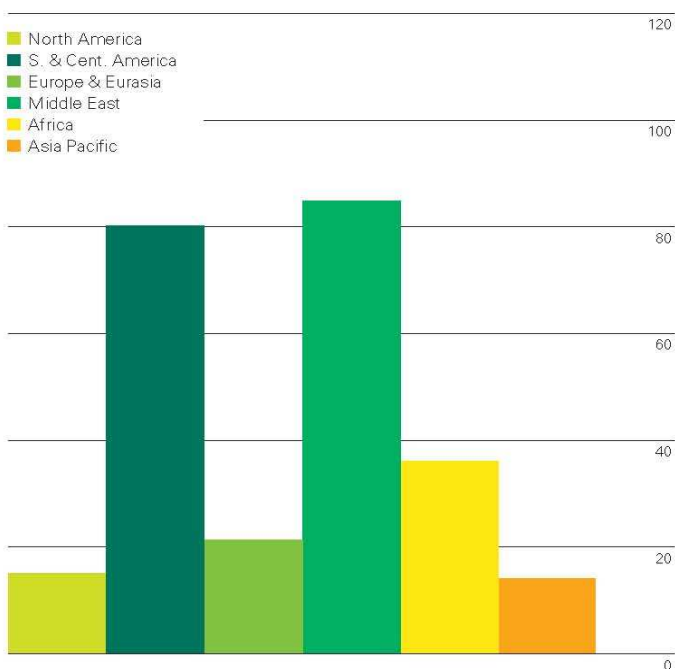
Por último, el sector petrolero se puede estructurar según las organizaciones de países que participan dentro del mercado. La principal, la OPEP (OPEC), cuenta con 12 países, Irán, Iraq, Kuwait, Arabia Saudí, Venezuela, Qatar, Indonesia, Libia, Emiratos Árabes Unidos, Argelia, Nigeria y Angola. Esta organización posee el 77,2 % de las reservas de petróleo del planeta y aunque trata de desregular la producción de petróleo (para no influir en el precio) a veces interviene en el mercado modificando las expectativas de producción y por ende el precio a futuro. La siguiente organización en importancia comprende los países no pertenecientes a la OPEP los cuales poseen el 13,6 % de las reservas. En tercer lugar se encuentran los países que pertenecieron a la unión soviética con el 9,2 %, luego se encuentra la Organización para el Desarrollo Económico y la Co-operación (OECD) la cual posee el 6,8% de las reservas. Dentro de esta división se encuentra el indicador más importante para la medición de las organizaciones y de los países individualmente, éste es la razón R/P (Reservas/Producción) la cual mide el ritmo de consumo de las reservas actuales, e indica las posibilidades a futuro de la región o país.

4 Tomado de BP Statistical Review of World Energy June 2010.

5 Tomado de http://www.energymintel.com/DocumentDetail.asp?document_id=648479 ; Revista especializada en medición del desempeño del sector petrolero a nivel mundial. Ver anexo

Reserves-to-production (R/P) ratios

2009 by region

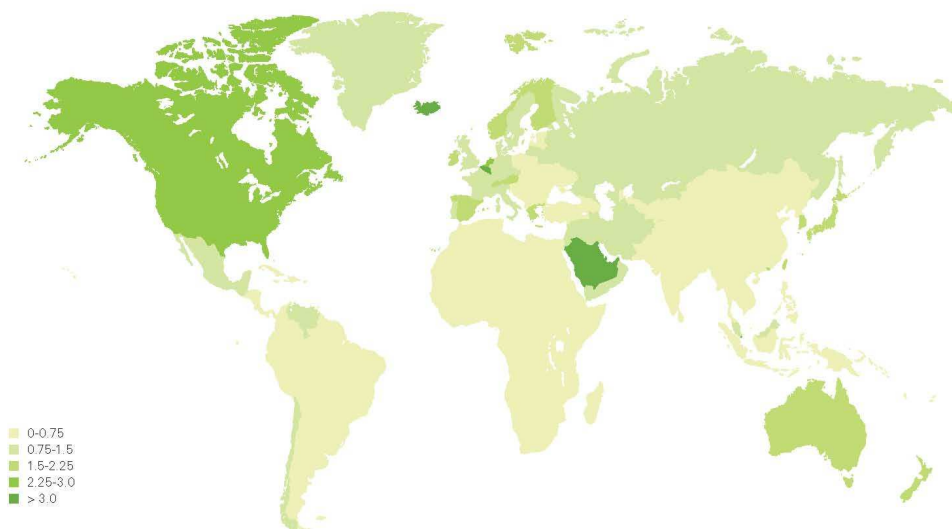


Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Otra de las delimitaciones para el sector es de acuerdo al consumo tanto por país como por región. Se presentan diferencias de acuerdo a la división presentada anteriormente (por reservas) ya que el consumo fluye en una dirección diferente al encontrado en reservas. Este caso se presenta principalmente para las economías emergentes como la China y la India. Aquí el indicador de mayor relevancia es el consumo Per Cápita (Toneladas). El siguiente gráfico presenta el consumo per cápita a nivel mundial.

Consumption per capita 2009

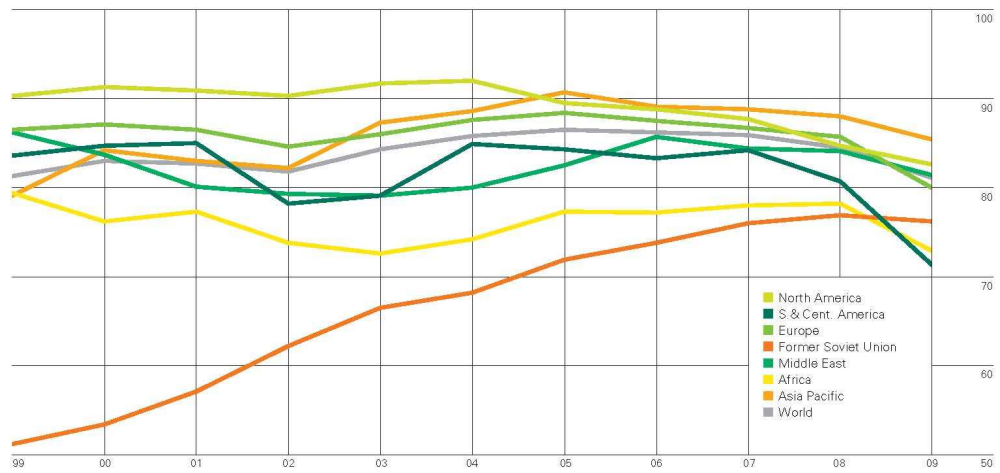
Tonnes



Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Otros de los indicadores a nivel mundial son la capacidad de refinación de un país o de una región y el porcentaje de esa capacidad utilizada.

Refinery utilization
Percentage

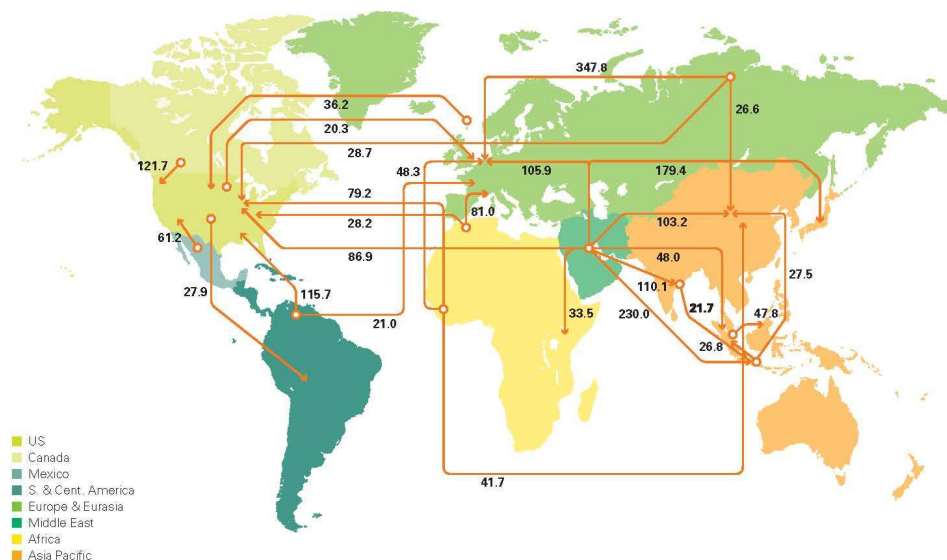


Global crude runs fell by 1.5 million b/d in 2009 but continued to grow in China and India, where several new refining facilities commissioned. Most of the 2 million b/d increase in global refining capacity last year was also in China and India, allowing installed capacity in the non-OECD to overtake that of the OECD for the first time. Global average refinery utilization fell to 81.1%, the lowest level since 1994.

Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Por último, otro de los indicadores de consumo de crudo es el de flujo de toneladas de un país productor a uno consumidor. El siguiente gráfico muestra el flujo mundial por regiones o grupos de países.

Major trade movements 2009
Trade flows worldwide (million tonnes)



Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Entrando a otro de los elementos en la descripción del sector, los determinantes del precio, se encuentran factores de toda índole. Durante los últimos años se ha observado un precio del petróleo creciente, producto de las presiones de la demanda proveniente de los países Asiáticos, debido a que el consumo de crudo se ha incrementado por los altos índices de crecimiento económico.

Sin embargo, los niveles de oferta y demanda no explican del todo la tendencia del precio del petróleo, también han influido las expectativas geopolíticas y la diversificación que han hecho muchos inversionistas a nivel internacional dentro de los portafolios de inversión. Dentro de los factores geopolíticos se puede mencionar lo ocurrido a inicios de la presente década, la invasión a Iraq, o más recientemente las tensiones continuas entre Israel e Irán, los problemas de violencia en Nigeria y a los acontecimientos gubernamentales de Venezuela. Adicionalmente, las situaciones económicas de los países demandantes impulsa los precios dependiendo de ésta, es así como la crisis hipotecaria tumbó los precios del umbral en que se mantenían. Finalmente otros factores determinadores del precio son las temporadas de huracanes que afectan las plataformas petroleras cercanas al golfo de México y las islas del Caribe, las reservas de petróleo y los hallazgos de exploraciones.

Hoy en día el mercado petrolero mundial es un mercado globalizado y por ende, sufre los efectos macroeconómicos y geopolíticos por esta situación. Es así como el mercado petrolero posee ciertas características predominantes⁶:

- La población
- El desarrollo económico
- La tecnología
- Los factores ambientales y ecológicos
- Las tendencias energéticas y las posibilidades de sustitución del petróleo por fuentes alternas.
- La incertidumbre (tasas de cambio, divisas fuertes).

Siendo el mercado petrolero un mercado donde se interrelacionan factores, económicos y políticos, sus características van a revelar tales influencias; podríamos agruparlas en las siguientes:

- Los centros de consumo están separados de los centros de producción.
- Las reservas petroleras están concentradas en un pequeño grupo de productores.
- La industria petrolera es en algunos aspectos un monopolio natural.
- La demanda de petróleo es una demanda derivada de los productos refinados.
- Los variados usos finales de los derivados del petróleo originan diversos mercados, diversas reacciones de precio y competitividades.
- Un mercado mundial, global de relaciones políticas entre los agentes (Productores, compañías, consumidores).
- El precio del petróleo es regulado por los agentes del mercado y administrado por el lado de la oferta.

6 Fuente: Análisis del Mercado Petrolero Mundial. Por: Dr. José Rafael Zanoni. www.aporrea.org/actualidad/a7878.html

- Un mercado en extremo sensible de sus tendencias un alto grado de incertidumbre.

Todos estos factores afectan directamente dos elementos preponderantes para las empresas del sector: las tasas de cambio y el precio del petróleo.

El mercado petrolero así caracterizado, luce como un centro de turbulencias, donde la incertidumbre juega un papel destacado.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia y Localización

Ecopetrol es una compañía colombiana del sector petróleo y gas dedicada a la exploración, producción, refinación, transporte y comercialización de hidrocarburos. Es una Sociedad de Economía Mixta, de carácter comercial, organizada bajo la forma de sociedad anónima, del orden nacional, vinculada al Ministerio de Minas y Energía, de conformidad con lo establecido en la Ley 1118 de 2006. Organizada como grupo empresarial, Ecopetrol como matriz o encargada, posee una serie de filiales (Perú, Brasil, América, Black gold y Andean Chemicals) y subordinadas (Propilco y Comal). La organización es la empresa más grande del país, ubicada dentro de las 50 más grandes del mundo y dentro de las 5 de Latinoamérica. Es la compañía con mayor participación de la infraestructura de transporte y refinación del país y tiene más de un 60 % de participación en la producción de hidrocarburos a nivel nacional. La empresa nace en 1951 como una entidad estatal, en el 2007 realiza un emisión de acciones en el mercado colombiano equivalente al 10% del patrimonio de la compañía, transformándose así en una sociedad mixta, luego en el 2008 se realiza un colocación de ADRs en la bolsa de Nueva York. Se ubica en todo el territorio nacional contando los pozos de extracción, líneas de transporte, plantas refinadoras, puertos y oficinas centrales. Las oficinas principales se ubican en la ciudad de Bogotá D.C. La firma maneja 104 campos de operación directa y tiene participación en 163 con otras compañías del sector, tanto a nivel nacional como internacional.

Infraestructura

Ecopetrol S.A. cuenta con diversos campos de extracción de hidrocarburos en el centro, sur y norte de Colombia, dos refinarias, puertos en ambas costas para la exportación e importación de crudos y combustibles. Adicionalmente cuenta con una red de transporte de 8.500 kilómetros de oleoductos y poliductos a lo largo de toda la geografía nacional, que conectan los grandes centros de consumo con las terminales marítimas.⁷

⁷ Tomado de la página principal de Ecopetrol.

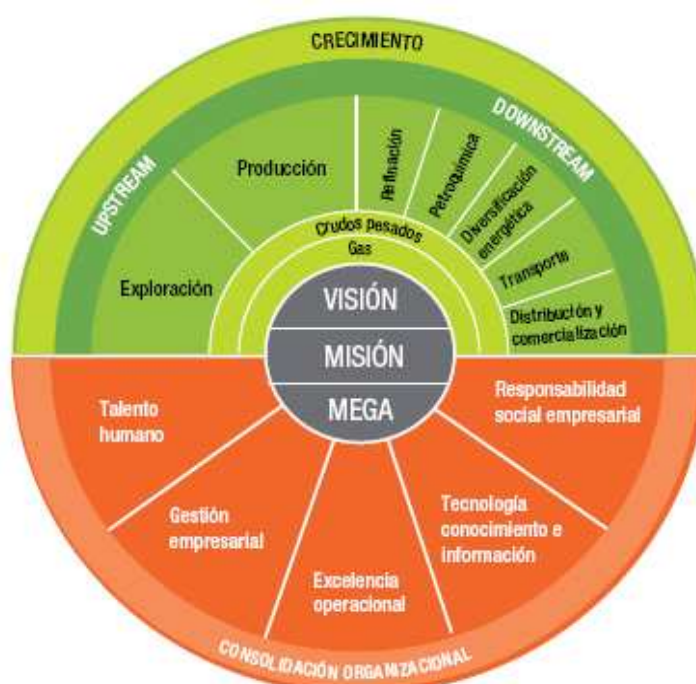
Estrategia y Desarrollos Recientes

Ecopetrol han emprendido una estrategia de crecimiento agresiva en las áreas upstream como downstream de la compañía. Para lograr lo anterior la empresa viene realizando una serie adquisiciones a nivel internacional y nacional tales como la PetroTech Peruana, HOCOL, Ocesa y varios bloques exploratorios en Perú, Golfo de México, Brasil y Nigeria. La compra de PetroTech Peruana se realizó en compañía con KNOC la compañía de petróleos de Corea del Sur por un valor de 900 millones de dólares. La transacción de HOCOL se realizó con Maurel & Prom (Francia) por 580 millones de dólares más 168 millones de capital de trabajo. Una de las adquisiciones más importantes es la de la Refinería Cartagena según el periódico Portafolio a Glencore, la cual se realizaría por 549 millones de dólares por la participación total en la refinería. Por último Ecopetrol adquirió un 24,7% del oleoducto de Ocesa, el más importante en el país, en el cual queda con una participación total de un 60% debido a que ya se era propietario de la compañía.

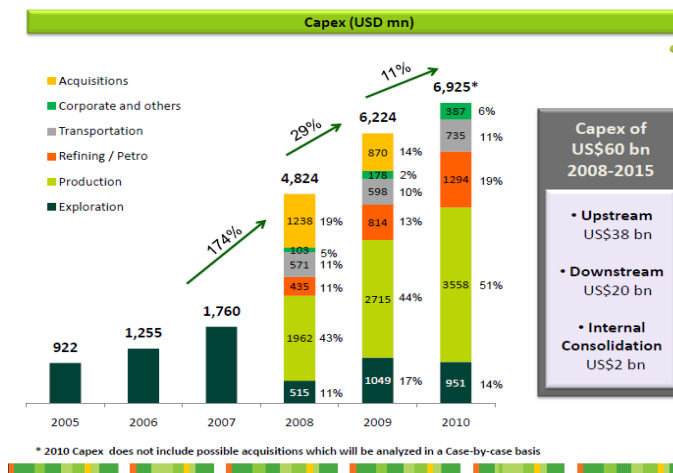
La compra de bloques petroleros en el Perú se realizó con Petrobras (dos bloques) en los cuales Ecopetrol tiene un participación del 25 y 50%. Además adquirieron un bloque adicional en alianza con Talisman en el cual Ecopetrol tiene un participación del 25%.

En el golfo de México adquirió 26 bloques de los cuales 15 los explorará solo y 11 de ellos los explorará en compañía de Repsol. En Brasil Ecopetrol adquirió 7 bloques los cuales va explorar en compañía de Petrobras y Companhia Vale do Rio Doce.

Ecopetrol se encuentra enfocada a lograr una consolidación organizacional un con el objetivo de afianzarse como una de las compañías petroleras más importantes a nivel mundial.



Strategy: Ambitious growth plan and Capex of USD 60 bn 2008-2015



Fuente: Presentation, A unique story of Transformation, Growth and Strength. Adriana Echeverri -CFO Ecopetrol S.A. Barclays Capital-Emerging Markets Credit Conference. London, May 24 of 2010.

DESEMPEÑO DE
 LA
 ADMINISTRACIÓN
 Y
 ANTECEDENTES

Isaac Yanovich Presidente 2002-2007

Isaac Yanovich le cambió la cara a Ecopetrol.

Estando en la junta directiva de Ecopetrol identificó diferentes oportunidades para hacer sostenible la empresa, pues al ser esta una pieza clave para el Estado se veía limitada su inversión, hasta el punto que las empresas petroleras Latinoamericanas invertían 30 veces más de lo que Ecopetrol invertía.

En 2002 se convierte en presidente de Ecopetrol, en donde emprendió la tarea de separar las funciones de la empresa, mediante el decreto 1760 del 2003 mediante la cual se separó de Ecopetrol la administración de reservas de hidrocarburos y creo la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

Fue también idea de Yanovich convertir a Ecopetrol en una empresa de economía mixta, tarea que no fue fácil pues existían varios opositores ante la privatización de Ecopetrol, y por otro lado el presidente Álvaro Uribe Vélez había prometido no privatizar la compañía. Sin embargo Yanovich logró convencer al presidente y proceder con la capitalización de la compañía.

Ecopetrol pasó de invertir US\$500 millones anuales en 2002 cuando las reservas de petróleo del país se agotaban y no había proyectos de exploración a invertir actualmente US\$3.500 millones anuales. Ecopetrol hoy vende más de \$22 billones COP anuales. Siendo estos los principales logros obtenidos por el ex presidente de Ecopetrol Isaac Yanovich.⁸

8Tomado de: www.dinero.com/edicion-impresa/especial-comercial/isaac-yanovich-cambio-cara-ecopetrol_52176.aspx

Javier Gutiérrez Pemberthy Presidente 2007 – presente

Los logros de Ecopetrol se han caracterizado por realizar nuevas inversiones de crecimiento tanto en upstream como en downstream. Se hicieron hallazgos de reservas de petróleo que podrían producir hasta 500 millones de barriles de crudo y no 100 millones como se había presupuestado inicialmente.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

El enfoque actual de la empresa se encuentra también enfocado hacia la calidad de su producto y la reducción de agentes contaminantes, lo que ha hecho a Ecopetrol estar entre las empresas más reconocidas por su responsabilidad social corporativa (RSE).

Adicionalmente ha abierto la puerta a grandes fuentes de financiación que por las condiciones actuales de la empresa le permiten pensar en invertir fuertes sumas de dinero en investigación, exploración y activos.

Cabe destacar el cambio de la imagen de Ecopetrol y la visibilidad que le ha dado a nivel mundial.⁹

Accionistas	Porcentaje
Nación - Ministerio de Hacienda y Crédito Público	89,900%
Accionistas no controlantes	10,100%
Fondos de pensiones	4,785%
Otras personas jurídicas	0,375%
Personas Naturales	4,941%

* De los accionistas minoritarios con menor participación, los trabajadores de Ecopetrol tienen el 0,059%, que corresponde a 23.718.816 de acciones.

Fuente: ECOPETROL S.A

La acción de Ecopetrol es de alta bursatilidad y de los títulos más líquidos en la Bolsa de Valores de Colombia. Este activo además tiene una participación del 20,65% dentro del IGBC y 19,95% en el ColCap lo que muestra la relevancia de Ecopetrol dentro del mercado accionario colombiano.

Las acciones de la empresa tienen una libre flotación tanto dentro del mercado colombiano como el norteamericano.

⁹ Tomado de: www.rankia.com/blog/latinforme/labels/ECOPETROL.html

RIESGOS DE INVERSIÓN

Dentro de los factores de riesgo que afectan principalmente a Ecopetrol, podemos identificar 2 grandes ramas, principalmente los factores relacionados con el precio del crudo en el mercado internacional, y el éxito de la empresa en sus procesos de exploración.

Riesgo Mercado Internacional (Precio)

El precio del crudo en el mercado internacional, es una variable difícil de anticipar, debido a que está muy ligada a la economía global, es decir, tiene una alta correlación con las demás variables económicas internacionales, que como hemos visto en épocas anteriores, pueden afectarse por cualquier problema económico ocurrido en cualquier parte del mundo, de lo anterior podemos concluir que la actividad petrolera está correlacionada de manera positiva con el desarrollo y el crecimiento de la economía global. Sin embargo Ecopetrol realiza estrategias de cobertura para mitigar lo mayor posible este riesgo, dentro de estas estrategias de cobertura cabe destacar los contratos de instrumentos financieros derivados, las pérdidas y/o utilidades generadas en estos contratos los asume como ingreso o gasto financieros. Cabe recalcar que Ecopetrol solo utiliza estos instrumentos financieros con fines de cobertura y no con propósitos especulativos.

Riesgo de Tipo de Cambio

Esta estrategia de cobertura mediante la utilización de contratos financieros derivados es utilizada igualmente por parte de la empresa, para atenuar otro de los riesgos que son más críticos para el adecuado desempeño de la compañía, éste es la fluctuación del tipo de cambio. Si bien el precio del crudo está dado en dólares, igualmente el mercado internacional donde opera Ecopetrol se ve enmarcado por una negociación en esta moneda, lo que genera un amplio riesgo para el desempeño de Ecopetrol derivado de unas posibles altas fluctuaciones de la tasa de cambio COP/USD. Esta variable al igual que el precio del crudo, son variables macroeconómicas donde la empresa no tiene poder sobre ellas, porque lo único que puede hacer la empresa es adelantarse a cambios abruptos de la economía global que puedan tener un impacto negativo en estas variables lo cual tendrá un claro efecto nocivo para Ecopetrol.

Riesgo de Escasez de Recursos Naturales (Producto)

Respecto a la efectividad de las actividades de exploración es válido recalcar que siendo Ecopetrol una empresa dedicada a explotar los recursos naturales, depende directamente de la existencia y calidad de los mismos. Para mitigar este riesgo, que podríamos llamar más específicamente riesgo de escasez de recursos naturales, Ecopetrol realiza una serie de estrategias dentro de las que cabe destacar el aumento en sus actividades de exploración, tanto dentro del país como fuera de él. Estas actividades exploratorias forman parte de una de las principales líneas de acción de la compañía teniendo su propia vicepresidencia de exploración, que tiene bajo su mando una amplia gama de recursos de la compañía para la realización de su labor exploratoria. (Ver anexo Gestión Exploratoria **Ecopetrol S.A**¹⁰).

10 Tomado de la pagina de Ecopetrol; www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=44&conID=22

Riesgo Operativo (País)

Por otro lado para mitigar los riesgos asociados con los costos que se incurren en dichos procesos de exploración que no resultan exitosos o no cumplen con los estándares requeridos, Ecopetrol emplea otra figura llamada contratos de operación conjunta o contratos de operaciones de interés común, en la cual Ecopetrol se asocia con un tercero para compartir el riesgo, conseguir capital, maximizar eficiencia operativa y optimizar la recuperación de reservas.

Sin embargo, Ecopetrol está sujeta a otra serie de riesgos ligados a su operación principalmente en la industria colombiana, como son; atentados terroristas contra las instalaciones y suministros, hurtos de productos y demás inconvenientes propios de la realización de su labor en países con conflictos internos. Sin embargo Ecopetrol toma todas las medidas pertinentes para atenuar estos riesgos y que estos no afecten de manera significativa el desempeño de la empresa.

Riesgo de Procesos Internos

Internamente Ecopetrol realiza constantemente una auditoría interna donde identifican posibles riesgos dentro de la realización de los procesos y gracias a la cual las diferentes áreas preparan planes de mejoramiento orientados a mitigar los riesgos críticos de los mismos de acuerdo con las recomendaciones emitidas por la Dirección de Auditoría Interna. Adicionalmente Ecopetrol cuenta con un sistema integral de riesgos que se traduce en un mapa de riesgos (ver Anexo riesgos corporativos Ecopetrol 2009¹¹).

Por último cabe recalcar que Ecopetrol tiene una óptima calificación de riesgo por parte de importantes compañías calificadoras de riesgo como La firma Fitch Ratings Colombia S.A. que reiteró la calificación nacional AAA a la deuda corporativa de Ecopetrol en el 2009, y en julio del mismo año Standard and Poors y Moody's Investor Services, otorgaron a Ecopetrol una calificación de estable a positiva (BB+) y Baa2 respectivamente, para su deuda en moneda extranjera¹².

Riesgo Sindical

Actualmente más de 6000 empleados de Ecopetrol se encuentran vinculados a la Unión Sindical Obrera (USO). Sin embargo se han establecido diferentes acuerdos entre los dirigentes la USO y Ecopetrol, lo que ha mantenido las operaciones de la organización sin ningún paro desde el 2002, momento en que se convocó a paro debido a que el gobierno no daba garantías a la seguridad de los líderes sindicales de la USO¹³.

Riesgo Legal

Ecopetrol al ser en un 89,9% propiedad del Estado enfrenta diferentes riesgos que pueden afectar su operación. La empresa puede perder flexibilidad debido a la burocracia que las empresas del Estado enfrentan, puesto que requieren la autorización de los mandatarios del país, y esto implica posturas a favor y en contra que afectan la operación de Ecopetrol.

11 Cuadro tomado del INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO de Ecopetrol para el año 2009.

12 Datos tomados del INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO de Ecopetrol para el año 2009.

13 Tomado de www.semana.com/noticias-noticias/ecopetrol-paro-asesinato-lider-sindical/916.aspx

Por otro lado el Estado puede requerir recursos de la empresa para la financiación de diferentes proyectos de inversión social, o infraestructura vial. Lo que puede llevar a la descapitalización de la compañía.

Dentro del marco legal, Ecopetrol se rige por los Estatutos Sociales aprobados por la asamblea general de accionistas en el año 2007. Dentro de los aspectos más relevantes se encuentra la naturaleza jurídica, denominación, constitución, domicilio, duración de la organización; El objeto social; Capital, patrimonio, acciones y derechos de los accionistas; Dirección, administración y representación, entre otros.

Dentro del marco regulatorio operacional, la firma se rige por las directrices del Ministerio de Minas y Energía de Colombia y de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH).

Creación de la Agencia Nacional de Hidrocarburos ¹⁴

Una estrategia para mitigar riesgos. En el 2003 se creó la ANH con el objetivo de hacer más competitiva a Ecopetrol. Colombia se encontraba en crisis dada la disminución de reservas de petróleo, que hubiera podido terminar en convertir a Colombia en importador de crudo. En este momento se da la escisión de la ANH de Ecopetrol con la finalidad de que esta última se dedicara a la razón de ser del negocio, donde se encargaría de la exploración, producción, transporte, refinamiento y comercialización de hidrocarburos, mientras tanto la ANH se dedicaría a la administración y regulación del recurso hidrocarburífero de Colombia, logrando que Ecopetrol se convierta en una empresa en capacidad de competir con las demás empresas del sector.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de Operación

Ventas estimadas: A partir de las ventas volumétricas actuales y conocidas se proyectaron los volúmenes de barriles (Kbpd) hasta el final del periodo explícito (2010-2025). Los volúmenes se ajustaron a una línea de tendencia polinómica de orden dos. Los precios del petróleo se obtuvieron a través de los precios forward del WTI hasta el 2014, luego para el periodo 2015 a 2025, se utilizó una fórmula de tendencia logarítmica para proyectar los datos. Teniendo los posibles precios a futuro, se utilizaron tres distribuciones betas para tres periodos distintos (2010-2015, 2016-2020, 2021-2025). Posteriormente se calculó la Tasa Representativa del Mercado (TRM) o tasa de cambio proyectada a partir de las proyecciones de Investigaciones Económicas de Bancolombia, luego se utilizó una distribución triangular con los siguientes parámetros, 1701 como percentil 5, 1900 como percentil 50 y 2030 como percentil 95¹⁵. Luego teniendo ambos datos que componen las ventas, se hallaron los ingresos para cada año del periodo explícito de la TRM y del precio WTI. *No se hizo separación de ventas nacionales e internacionales debido a que manejan la misma política de precios.*¹⁶

¹⁴ Tomado de Agencia Nacional de Hidrocarburos. <http://www.anh.gov.co/es/index.php?id=11>

¹⁵ Esta distribución se construyó a partir de las TRM proyectadas por el grupo de investigaciones económicas de Bancolombia. Donde se tomaron los valores hasta el 2014 y se tomó el valor mínimo, máximo, y la mediana; cuyos valores fueron asignados a los percentiles 10, 90 y 50 respectivamente.

¹⁶ Fuentes: Entrevista realizada con Adriana Echeverri (CFO Ecopetrol) y David Fernando Garzón Limber (Relación con los Inversionistas) de Ecopetrol S.A. Presentation, A unique story of Transformation, Growth and Strength. Adriana Echeverri –CFO Ecopetrol S.A. Barclays Capital-Emerging Markets Credit Conference. London, May 24 of 2010. Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Costo de la mercancía vendida, gastos de administración y de comercialización: Se analizó su comportamiento histórico (5 años) y se evidenció un comportamiento homogéneo. Luego se obtuvo la relación de estos costos con respecto a las ventas históricas. Finalmente se tomó un promedio de las relaciones anteriores, el cual dio como resultado una relación del 55,15% para el costo de las ventas, del 1,67% para los gastos de administración y del 5,95% para los gastos de comercialización y proyectos, los cuales fueron aplicados a los ingresos de cada año del periodo de explícito.

Supuestos de Inversión CAPEX: Partiendo de la información proporcionada por Ecopetrol, la cual proyecta invertir en activos fijos US\$60 billones entre el 2008 y el 2015, Se calculó el monto restante por invertir entre el 2010 y el 2015 debido a que en el 2008 y 2009 se habían invertido US\$11 billones.¹⁷ Luego, se procedió a calcular los montos de inversión en pesos colombianos para cada periodo y subdividir los montos entre Propiedad Planta y Equipo y Recursos Naturales. Por último se cálculo la depreciación y la amortización respectiva.

Adicionalmente dentro de la inversión presupuestada se encuentra la inversión para la gestión exploratoria. En el anexo 1 se puede observar la inversión histórica necesaria para la exploración.

Capital de Trabajo: A partir de la información histórica del Capital de Trabajo Operativo (KWOP) se estableció un promedio para la inversión necesaria para producir un barril de petróleo diario durante un año (360 barriles), el cual resultó en \$12,38 millones COP/barril. Con esta información se estableció el Capital de trabajo proyectado dependiendo del nivel de producción alcanzado para cada uno de los años siguientes. Luego el capital de trabajo se ajustó a la inflación proyectada para trabajar en términos corrientes.

CALCULO KWOP	PROMEDIO	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RELACION KWOP/PRODUCCION	\$ 12,38	millones COP/Barril					
KWOP		8.197.073	9.309.763	10.299.734	11.257.221	12.155.318	12.994.025
CRECIMIENTO KWOP		1.258.231	1.112.690	989.971	957.487	898.097	838.707

CALCULO KWOP	2016	2017	2018	2019	2020	2021
RELACION KWOP/PRODUCCION	\$ 12,38	millones COP/Barril				
KWOP	13.706.803	14.423.251	15.080.595	15.678.836	16.217.974	16.698.008
CRECIMIENTO KWOP	712.778	716.448	657.344	598.241	539.137	480.034

CALCULO KWOP	2022	2023	2024	2025
RELACION KWOP/PRODUCCION	\$ 12,38	millones COP/Barril		
KWOP	17.118.938	17.480.765	17.783.489	18.027.109
CRECIMIENTO KWOP	420.931	361.827	302.724	243.620

Fuente: Elaboración propia.

17 Fuentes: Entrevista realizada con Adriana Echeverri (CFO Ecopetrol) y David Fernando Garzón Limber (Relación con los Inversionistas) de Ecopetrol S.A. Presentation, A unique story of Transformation, Growth and Strength. Adriana Echeverri –CFO Ecopetrol S.A. Barclays Capital-Emerging Markets Credit Conference. London, May 24 of 2010.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Hipótesis financieras

Ecopetrol siempre se ha caracterizado por estar financiado por capital propio, no obstante en los últimos años ha incrementado la participación de la deuda en su estructura financiera, la cual se espera que se mantenga sin muchas variaciones a partir del 2011, año en el cual está presupuestada una emisión de bonos.¹⁸

Principales Razones:

	2007	2008	2009	Industria
D/P (D/E)	0,79	0,41	0,71	1,14
Rotación				
Rotación CxC	11,29	7,93	6,56	15,30
Rotación CxC días	31,90	45,37	54,87	23,53
Rotación Inventarios	10,51	13,12	10,90	12,70
Rotación Capital de trabajo	4,83	4,46	3,31	-
Rotación Activo Fijo neto	3,73	4,76	2,45	1,10
Razón Corriente				
	2,60	2,34	1,62	1,40
Prueba Ácida				
	2,39	2,10	1,35	0,90

Fuente: Ecopetrol S.A.
Fecha: Mayo 12 de 2010.

Impuestos

Ecopetrol S.A. es una empresa de economía mixta, la cual su capital accionario está distribuido el 89,9% propiedad de la nación, y el 10,1% en propiedad de personas naturales y jurídicas. De acuerdo a la legislación colombiana, las empresas de economía mixta de las cuales el Estado tenga propiedad de menos del 90% deben declarar y pagar impuestos de acuerdo a la ley aplicable para las empresas de capital privado.

Para los cálculos, se utilizó la tasa pagada realmente en efectivo promedio de los últimos años. Y no la tasa nominal de impuestos que para el 2009 fue del 33%.

	2.006	2.007	2.008	2.009	Promedio
Tasa Impuesto Efectivo	24,48%	14,58%	21,04%	49,48%	27,39%
Tasa Impuesto Nominal	38,50%*	35,00%	34,00%	33,00%	

Fuente: Elaboración Propia.
* 3,5% adicional por efecto del 10% de sobre tasa sobre el 35%.

ANEXOS

Anexo 1: Gestión exploratoria Ecopetrol S.A.

Gestión Exploratoria Ecopetrol S.A						
Indicador	Unidad	2005	2006	2007	2008	2009
Sísmica Ecopetrol	Kilómetros Equivalentes	855	3.773	1.670	5.633	9.543
Sísmica (2D +3D) Total país	Kilómetros Equivalentes	11.896	26.491	9.971	16.286	20.117
Perforación Ecopetrol Pozos A3	Pozos	9	4	12	15	16
Perforación Pozos A3 Ecopetrol y socios	Pozos	32	34	33	35	28
Perforación Pozos A3 Total país	Pozos	35	56	75	96	75
Inversión Ecopetrol	Millones de dólares	96	120	265	458	510
Inversión Ecopetrol y socios	Millones de dólares	263.1	353	457	562	636

Fuente: Tomado de la pagina de Ecopetrol; <http://www.ecopetrol.com.co/contenido.aspx?catID=44&conID=22>

Anexo 2: Riesgos Corporativos ECOPETROL 2009

Riesgos Corporativos ECOPETROL S.A. - 2009

Incidentes con potencial afectación a las personas, el medio ambiente y las operaciones

Inadecuada búsqueda, estructuración y selección de oportunidades para la conformación de un portafolio robusto de inversiones

Inadecuada ejecución de proyectos (costo, oportunidad, calidad)

Insuficiente incorporación de reservas de hidrocarburos

No contar con el talento humano con las competencias requeridas

Cambios en el entorno y/o variables de mercado

Pérdida de continuidad del negocio

Inadecuado manejo de los grupos de interés

Filtración o pérdida de información crítica

Falta de confiabilidad y efectividad de los sistemas de gestión y control

No contar con la Financiación y Liquidez requerida

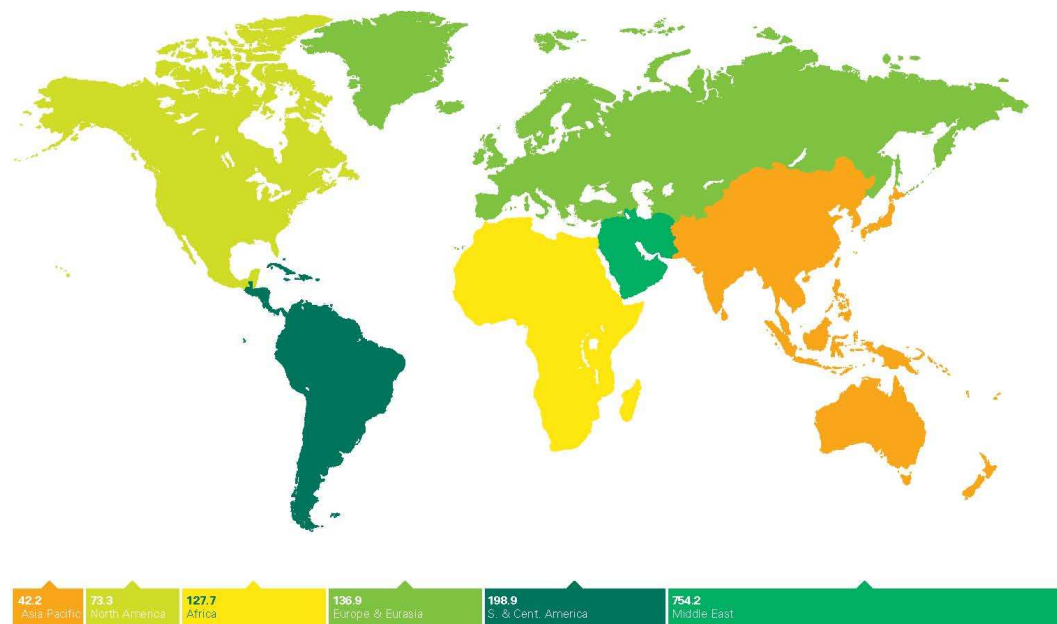
No alineación entre la velocidad de crecimiento y la capacidad de gestión del grupo empresarial

Fuente: Cuadro tomado del INFORME ANUAL DE GOBIERNO CORPORATIVO de Ecopetrol para el año 2009.

Anexo 3: Reservas Probadas

Miles de Millones de barriles.

Proved reserves at end 2009
Thousand million barrels

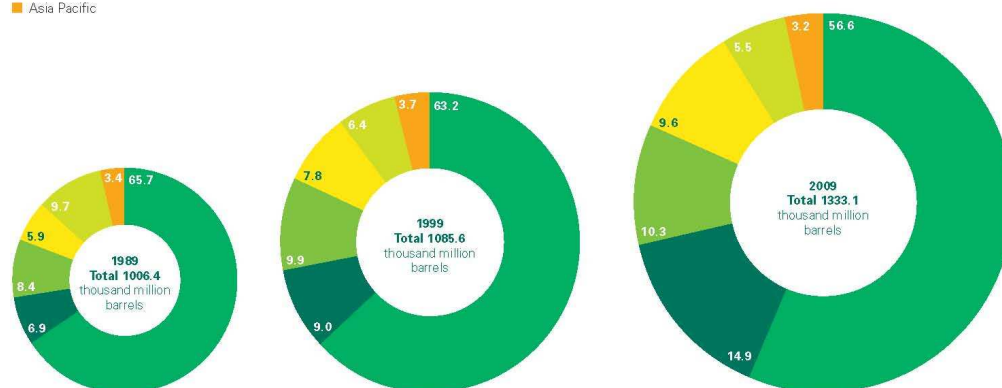


Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Distribution of proved reserves in 1989, 1999 and 2009

Percentage

- Middle East
- S. & Cent. America
- Europe & Eurasia
- África
- North America
- Asia Pacific



Fuente: BP Statistical Review of World Energy June 2010

Anexo 4: Ranking PIW

PIW's Top 50: How The Firms Stack Up					
					State
2009	2008	PIW			Ownership
Rank	Rank	Index	Company	Country	(%)*
1	1	29	Saudi Aramco	Saudi Arabia	100
2	2	33	NIOC	Iran	100
3	3	37	Exxon Mobil	US	
4	4	49	PDV	Venezuela	100
5	5	53	CNPC	China	100
6	6	55	BP	UK	
7	7	65	Royal Dutch Shell	UK/Netherlands	
8	8	87	ConocoPhillips	US	
9	9	90	Chevron	US	
9	10	90	Total	France	
11	11	92	Pemex	Mexico	100
12	14	101	KPC	Kuwait	100
13	12	103	Sonatrach	Algeria	100
14	13	109	Gazprom	Russia	50,0023
15	15	113	Petrobras	Brazil	32.2
16	16	123	Rosneft	Russia	75.16
17	18	127	Lukoil	Russia	
18	17	129	Petronas	Malaysia	100
19	18	135	Adnoc	UAE	100
20	21	141	Eni	Italy	30
21	20	152	NNPC	Nigeria	100
22	22	161	QP	Qatar	100
23	24	162	INOC†	Iraq	100
24	23	168	Libya NOC	Libya	100
25	25	173	Sinopec	China	75.84
26	27	175	EGPC	Egypt	100
27	26	184	StatoilHydro	Norway	65
28	28	188	Repsol YPF	Spain	
29	29	192	Surgutneftegas	Russia	
30	30	222	Pertamina	Indonesia	100
31	31	228	ONGC	India	74.14
32	32	236	Marathon	US	
33	32	258	PDO	Oman	60
34	34	265	EnCana	Canada	
35	34	266	Uzbekneftegas	Uzbekistan	100
36	36	269	Socar	Azerbaijan	100
37	43	279	TNK-BP‡	Russia	
38	39	295	Apache	US	
38	39	295	CNR	Canada	
40	37	297	SPC	Syria	100
41	50	300	Kazmunaigas	Kazakhstan	100
42	42	301	Devon Energy	US	
42	45	301	Hess	US	
44	41	302	Anadarko	US	
44	46	302	Occidental	US	
44	44	302	OMV	Austria	31.5
47	47	306	BG	UK	
48	48	314	CNOOC	China	66.41
49	52	317	Novatek	Russia	
50	38	325	Ecopetrol	Colombia	89.9

Fuente: Tomado de la revista Petroleum Intelligence Weekly Ranks World's Top 50 Oil Companies (2010). www.energyintel.com/

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Página web de [Ecopetrol](#).
Fuente primaria de información concerniente a la empresa, al sector, cifras y datos financieros.
- [International Energy Agency](#)
Fuente secundaria de información relacionada al sector a nivel mundial.
- Informe Anual De Gobierno Corporativo de Ecopetrol 2009.
Fuente primaria de información relacionada con los códigos de conducta, responsabilidad social y accionistas.
- Informe Gestión empresarial y finanzas Ecopetrol 2009.
Fuente primaria de información relacionada con los resultados operacionales, financieros y corporativos.
- Análisis empresarial de Ecopetrol realizado por la compañía Corficolombiana.
- Página web de [Interbolsa](#).
- Página web de la [Agencia Nacional de Hidrocarburos \(ANH\)](#).
- BP Statistical Review of World Energy June 2010.
Fuente externa relacionada a información estadística del sector petrolero mundial.
- BP Statistical Review of World Energy June 2009.
Fuente externa relacionada a información estadística del sector petrolero mundial.
- [Bolsa de Valores de Colombia \(BVC\)](#).
- [Sector Petróleo y Gas: La batalla de los gigantes](#)
- Bloomberg.
Fuente primaria de información relacionada con datos del mercado accionario, especialmente información de los ADRs de Ecopetrol.
- Investigaciones Económicas Grupo Bancolombia.
Fuente secundaria de información relacionada con proyecciones macroeconómicas y noticias de investigación relacionada a la firma valorada.
- [Standard & Poor's](#)
Calificadora de riesgo
- [Moody's](#)
Calificadora de riesgo
- [Fitch](#)
Calificadora de riesgo
- Duff & Phelps
- [Análisis del sector petrolero mundial](#)
- Revista Petroleum Intelligence Weekly. Energy. [Energy Intelligence](#).
Fuente externa de información investigativa relacionada al sector y a las empresas a nivel mundial.

Balances Generales Consolidados (En millones de pesos)					
	2005	2006	2007	2008	2009
ACTIVOS					
Activos corrientes:					
Efectivo y equivalentes de efectivo (Notas 2 y 3)	721.899	1.627.876	3.749.899	2.113.803	3.562.119
Inversiones (Notas 2 y 4)	1.825.365	1.961.687	5.954.502	3.749.919	462.258
Cuentas y documentos por cobrar (Notas 2 y 5)	959.530	1.336.319	2.269.904	5.877.282	2.969.120
Inventarios (Nota 6)	759.664	996.361	1.298.792	1.611.296	2.042.697
Anticipos, avances y depósitos (Notas 2 y 7)	1.078.405	1.351.750	1.979.614	2.248.122	3.018.779
Recursos entregados en administración (Nota 10)		0	508.813	80.263	-
Gastos pagados por anticipado		9.740	12.598	24.215	62.815
Total activos corrientes	5.344.863	7.283.733	15.774.122	15.704.900	12.117.788
Inversiones (Notas 2 y 4)	1.616.640	2.808.690	3.844.819	8.688.320	3.710.739
Cuentas y documentos por cobrar (Nota 5)	160.198	148.903	202.565	194.912	226.781
Anticipos, avances y depósitos (Nota 7)	290.478	302.600	-	271.121	253.681
Propiedad, planta y equipo, neto (Nota 8)	5.845.022	5.833.934	6.151.951	8.077.488	16.782.503
Recursos naturales y del medio ambiente, neto (Nota 9)	3.155.587	3.780.390	5.128.917	8.054.049	11.155.381
Recursos entregados en administración (Nota 10)	8.618.698	8.960.897	8.986.861	-	-
Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAEP (Notas 2 y 11)	3.187.887	3.844.167	-	-	-
Cargos diferidos (Notas 2 y 12)	2.570.252	3.008.371	1.976.062	1.595.683	1.886.529
Otros activos (Nota 13)		429.286	399.401	935.978	3.034.698
Valorizaciones (Nota 20)	1.875.192	5.736.751	5.647.382	5.179.961	6.391.417
Total activos	32.664.817	42.137.722	48.112.080	48.702.412	55.559.517
PASIVOS Y PATRIMONIO					
Pasivos corrientes:					
Obligaciones financieras (Notas 2 y 14)	100.459	42.874	3.569	281.026	437.081
Cuentas por pagar y vinculados económicos (Notas 2 y 15)	676.707	761.720	1.146.296	1.708.647	3.280.232
Impuestos, contribuciones y tasas por pagar (Nota 16)	1.735.110	2.037.748	2.893.012	3.906.468	2.433.022
Obligaciones laborales (Nota 17)	489.622	534.750	586.964	129.658	165.463
Pasivos estimados y provisiones (Nota 18)	498.050	605.337	1.435.943	673.973	1.154.415
Total pasivos corrientes	3.499.948	3.982.429	6.065.784	6.699.772	7.470.213
Obligaciones financieras (Cuentas por pagar a largo plazo) (Notas 2 y 15)	74.641	50.018	0	5.473	5.714.354
Cuentas por pagar	62.428	-	-	0	51.154
Obligaciones laborales a largo plazo (Nota 17)	9.148.756	9.647.256	10.316.041	2.164.787	2.669.331
Pasivos estimados y provisiones (Notas 2, 9 y 18)	2.335.699	2.839.170	2.742.052	2.542.791	3.411.977
Ingresos diferidos – Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAEP (Nota 11)	3.187.887	3.844.167			
Otros pasivos a largo plazo (Nota 19)	1.070.207	938.935	2.179.735	2.426.921	2.731.220
Interés de la minoría	0	1	1	242.951	941.311
Patrimonio (Nota 20 y ver estado adjunto)	13.285.251	20.835.746	26.808.467	34.619.717	32.569.957
Total pasivos y patrimonio	32.664.817	42.137.722	48.112.080	48.702.412	55.559.517
Cuentas de orden (Nota 21)	30.249.762	65.128.654	64.180.245	118.874.631	138.884.829

Balances Generales Consolidados (En millones de pesos)																
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activos																
Activos corrientes:																
Efectivo y equivalentes de efectivo	3.769.192	4.280.831	4.736.042	5.176.315	5.589.280	5.974.935	6.302.686	6.632.124	6.934.385	7.209.470	7.457.377	7.678.107	7.871.660	8.038.036	8.177.235	8.289.257
Inversiones	510.892	587.486	609.897	633.163	657.316	682.391	708.422	735.446	763.501	792.627	822.863	854.253	886.840	920.670	955.791	992.252
Cuentas y documentos por cobrar	3.766.777	4.278.088	4.733.006	5.172.997	5.585.697	5.971.105	6.298.646	6.627.874	6.929.941	7.204.849	7.452.597	7.673.186	7.866.615	8.032.884	8.171.994	8.283.944
Inventarios	2.311.953	2.625.783	2.905.001	3.175.057	3.428.362	3.664.916	3.865.952	4.068.023	4.253.425	4.422.157	4.574.218	4.709.610	4.828.332	4.930.384	5.015.766	5.084.478
Anticipos, avances y depósitos	3.307.229	3.756.160	4.155.579	4.541.891	4.904.241	5.242.630	5.530.211	5.819.272	6.084.487	6.325.856	6.543.379	6.737.056	6.906.887	7.052.871	7.175.009	7.273.301
Recursos entregados en administración	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos pagados por anticipado	28.403	32.259	35.689	39.007	42.119	45.025	47.494	49.977	52.255	54.328	56.196	57.859	59.318	60.571	61.620	62.464
Total activos corrientes	13.694.447	15.560.607	17.175.213	18.738.429	20.207.014	21.581.001	22.753.411	23.932.716	25.017.995	26.009.286	26.906.630	27.710.071	28.419.651	29.035.417	29.557.415	29.985.696
Inversiones	3.785.106	4.893.592	6.091.533	7.272.289	8.414.645	9.511.291	9.856.104	10.224.135	10.609.184	11.000.895	11.390.682	11.836.849	12.331.886	12.867.261	13.419.228	13.962.646
Cuentas y documentos por cobrar	200.982	259.840	323.449	386.145	446.802	505.032	523.340	542.882	563.328	584.127	604.824	628.514	654.800	683.227	712.536	741.390
Anticipos, avances y depósitos	267.985	346.465	431.279	514.877	595.755	673.398	697.810	723.867	751.128	778.861	806.458	838.047	873.095	911.000	950.079	988.553
Propiedad, planta y equipo, neto	22.366.827	28.308.177	34.600.635	40.621.810	46.043.362	50.821.719	49.653.776	48.700.133	47.834.267	46.900.581	45.816.989	44.963.639	44.410.310	43.979.869	43.454.478	42.719.224
Recursos naturales y del medio ambiente, neto	15.748.317	20.926.125	26.160.525	30.829.121	34.615.680	37.490.750	34.361.313	31.378.095	28.409.025	25.298.504	21.967.473	18.785.197	15.807.626	12.849.861	9.694.066	6.229.562
Recursos entregados en administración	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera FAE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cargos diferidos	3.021.865	4.497.091	6.254.566	8.210.737	10.481.294	13.056.409	16.100.692	19.133.331	22.211.548	25.390.663	28.684.257	32.115.061	35.606.073	39.238.079	43.045.302	46.985.423
Otros activos	4.321.544	5.796.753	7.554.219	9.510.384	11.780.937	14.356.049	17.400.330	20.432.969	23.511.187	26.690.305	29.983.901	33.414.708	36.905.721	40.537.723	44.344.943	48.285.061
Valorizaciones	7.621.723	9.096.937	10.854.413	12.810.585	15.081.146	17.656.265	20.700.551	23.733.196	26.811.418	29.990.539	33.284.139	36.714.950	40.205.965	43.837.971	47.645.193	51.585.314
Total activos no corrientes	57.334.349	74.124.983	92.270.619	110.155.948	127.459.622	144.070.911	149.293.917	154.868.608	160.701.085	166.634.475	172.538.723	179.296.965	186.795.476	194.904.991	203.265.824	211.497.173
Total Activos	71.028.795	89.685.590	109.445.832	128.894.377	147.666.636	165.651.912	172.047.328	178.801.325	185.719.080	192.643.760	199.445.353	207.007.036	215.215.127	223.940.408	232.823.240	241.482.869
PASIVOS Y PATRIMONIO																
Pasivos corrientes:																
Obligaciones financieras	437.081	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670	1.218.670
Cuentas por pagar y vinculados económicos	2.555.074	2.901.906	3.210.485	3.508.939	3.788.881	4.050.311	4.272.488	4.495.809	4.700.707	4.887.182	5.055.234	5.204.863	5.336.070	5.448.853	5.543.214	5.619.151
Impuestos, contribuciones y tasas por pagar	4.176.171	4.749.588	5.291.577	5.802.088	6.281.115	6.728.649	7.173.049	7.624.750	8.083.536	8.549.408	8.982.369	9.305.204	9.546.205	9.753.764	9.927.887	10.068.595
Obligaciones laborales	845.852	960.670	1.062.824	1.161.627	1.254.301	1.340.847	1.414.398	1.488.328	1.556.159	1.617.891	1.673.524	1.723.059	1.766.494	1.803.831	1.835.069	1.860.208
Pasivos estimados y provisiones	1.585.556	1.800.783	1.992.273	2.177.479	2.351.198	2.513.429	2.651.301	2.789.883	2.917.033	3.032.750	3.137.036	3.229.888	3.311.309	3.381.297	3.439.853	3.486.976
Total pasivos corrientes	9.599.734	11.631.626	12.775.829	13.868.803	14.894.164	15.851.905	17.029.905	17.867.439	18.636.104	19.335.901	19.966.832	20.681.684	21.178.747	21.606.414	21.964.691	22.253.600
Obligaciones financieras (Cuentas por pagar a largo plazo)	5.714.354	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765	15.932.765
Cuentas por pagar	22.188	38.429	40.025	41.292	42.747	44.392	46.183	48.179	50.147	52.310	54.725	57.321	60.129	63.242	66.768	70.500
Obligaciones laborales a largo plazo	2.842.838	3.027.622	3.224.417	3.434.005	3.657.215	3.894.934	4.148.104	4.417.731	4.704.884	5.010.701	5.336.397	5.683.263	6.052.675	6.446.099	6.865.095	7.311.326
Pasivos estimados y provisiones	2.727.778	3.132.294	3.581.160	3.738.511	3.954.738	4.224.794	4.509.377	4.839.306	5.043.649	5.265.082	5.530.308	5.775.324	6.007.153	6.270.347	6.621.098	6.894.503
Ingresos diferidos - Fondo de Ahorro y Estabiliz	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros pasivos a largo plazo	3.057.328	3.422.373	3.831.004	4.288.426	4.800.464	5.373.639	6.015.252	6.733.473	7.537.449	8.437.421	9.444.849	10.572.564	11.834.928	13.248.018	14.829.832	16.600.514
Interés de la minoría	985.553	1.031.874	1.080.372	1.131.149	1.184.313	1.239.976	1.298.255	1.359.273	1.423.158	1.490.047	1.560.079	1.633.403	1.710.173	1.790.551	1.874.707	1.962.818
Total pasivos no corrientes	15.350.039	26.585.356	27.689.744	28.566.148	29.572.242	30.710.500	31.949.937	33.330.727	34.692.053	36.188.276	37.859.123	39.654.639	41.597.823	43.751.022	46.190.265	48.772.427
Patrimonio	46.079.023	51.468.608	68.980.259	86.459.426	103.200.230	119.089.508	123.067.487	127.603.158	132.390.923	137.119.584	141.619.398	146.670.713	152.438.557	158.582.972	164.668.283	170.456.861
Total pasivos y patrimonio	71.028.795	89.685.590	109.445.832	128.894.377	147.666.636	165.651.912	172.047.328	178.801.325	185.719.080	192.643.760	199.445.353	207.007.036	215.215.127	223.940.408	232.823.240	241.482.869

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS					
(En millones de pesos colombianos, excepto la utilidad neta por acción que está expresada en pesos)					
	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos (Nota 23)					
Ventas nacionales		11.300.001	16.002.997	21.597.999	14.058.534
Ventas al exterior		7.089.964	6.329.323	12.298.670	16.345.856
Total ingresos		18.389.965	22.332.320	33.896.669	30.404.390
Costos de ventas (Nota 24)		12.013.492	12.058.527	19.084.436	19.906.073
Utilidad bruta		6.376.473	10.273.793	14.812.233	10.498.317
Gastos operacionales (Nota 25)					
Administración		353.019	322.044	382.101	662.336
Comercialización y proyectos		1.267.622	1.165.409	1.772.774	1.962.642
Utilidad operacional	4.531.171	4.755.832	8.786.340	12.657.358	7.873.339
Ingresos (gastos) no operacionales					
Ingresos (gastos) financieros, neto (Nota 26)		683.436	93.628	4.101.252	495.833
Gastos de jubilados (Nota 17 y 27)		-829.191	-1.090.343	-1.144.925	-595.157
Ganancia por inflación (Nota 28)		56.166	41.132	30.473	22.355
Otros ingresos (gastos), neto (Nota 29)		224.899	-765.453	367.046	-545.526
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	4.288.330	4.891.142	7.065.304	16.011.204	7.250.844
Provisión para impuesto sobre la renta (Nota 16)					
Corriente		1.456.268	2.006.484	3.611.020	1.948.819
Diferido		4.975	-120.972	770.962	165.210
Ajustes de períodos anteriores		38.526			
IMPUESTO	1.034.574	1.499.769	1.885.512	4.381.982	2.114.029
Interés minoritario			0	-455	4.761
Ganancia neta del año		3.391.373	5.179.792	11.629.677	5.132.054
Utilidad neta por acción		79.891,00	168,71	287,35	126,80

Estado de Resultados Consolidado (Millones de Pesos)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
VENTAS	38.048.988	43.038.993	47.753.641	52.192.931	56.356.864	60.245.440	66.743.017	70.231.642	73.432.473	76.345.508	78.970.750	82.650.244	84.733.726	86.524.664	88.023.057	89.229.071
CMV	20.983.572	23.735.501	26.335.574	28.783.790	31.080.151	33.224.655	36.807.993	38.731.928	40.497.149	42.103.654	43.551.444	45.580.642	46.729.658	47.717.339	48.543.685	49.208.788
UTILIDAD BRUTA	17.065.417	19.303.492	21.418.067	23.409.141	25.276.714	27.020.785	29.935.025	31.499.714	32.935.324	34.241.855	35.419.306	37.069.602	38.004.069	38.807.325	39.479.372	40.020.283
GASTOS OPERATIVOS																
Administración	634.215	717.391	795.976	869.972	939.378	1.004.195	1.112.499	1.170.649	1.224.001	1.272.557	1.316.315	1.377.647	1.412.375	1.442.227	1.467.203	1.487.305
Comercialización y Ventas	2.263.587	2.560.450	2.840.931	3.105.030	3.352.748	3.584.085	3.970.635	4.178.178	4.368.600	4.541.901	4.698.080	4.916.978	5.040.928	5.147.473	5.236.614	5.308.362
UTILIDAD OPERATIVA	14.167.614	16.025.652	17.781.160	19.434.138	20.984.587	22.432.505	24.851.891	26.150.887	27.342.722	28.427.397	29.404.910	30.774.977	31.550.766	32.217.625	32.775.555	33.224.616
OTROS INGRESOS																
Ingresos (gastos) financieros, neto	1.780.388	2.013.880	2.234.488	2.442.212	2.637.050	2.819.005	3.123.039	3.286.279	3.436.052	3.572.359	3.695.199	3.867.370	3.964.860	4.048.662	4.118.775	4.175.207
Gastos de jubilados	-573.246	-552.141	-531.813	-512.234	-493.375	-475.211	-457.716	-440.865	-424.634	-409.000	-393.942	-379.439	-365.470	-352.014	-339.055	-326.572
Ganancia por inflación	5.911	4.348	3.198	2.353	1.731	1.273	936	689	507	373	274	202	148	109	80	59
Otros ingresos (gastos), neto	-135.340	-153.089	-169.859	-185.649	-200.460	-214.292	-237.404	-249.813	-261.198	-271.560	-280.898	-293.985	-301.396	-307.767	-313.096	-317.386
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	15.245.328	17.338.651	19.317.175	21.180.819	22.929.532	24.563.280	27.280.747	28.747.178	30.093.450	31.319.569	32.425.544	33.969.124	34.848.909	35.606.615	36.242.259	36.755.924
IMPUESTO	4.176.171	4.749.598	5.291.577	5.802.088	6.281.115	6.728.649	7.473.049	7.874.750	8.243.536	8.579.408	8.882.369	9.305.204	9.546.205	9.753.764	9.927.887	10.068.595
UTILIDAD NETA	11.069.156	12.589.053	14.025.597	15.378.731	16.648.417	17.834.630	19.807.698	20.872.428	21.849.914	22.740.161	23.543.175	24.663.920	25.302.704	25.852.851	26.314.372	26.687.328
# ACCIONES CIRCULACION	40.473	40.473	40.473	40.473	40.473	40.473	40.474	40.475	40.476	40.477	40.478	40.479	40.480	40.481	40.482	40.483
UTILIDAD X ACCION	273	311	347	380	411	441	489	516	540	562	582	609	625	639	650	659

Estados Consolidados De Flujo De Efectivo (En Millones De Pesos)

	2006	2007		2008	2009
Flujo de efectivo de las actividades de operación			Flujo de efectivo de las actividades de operación		
Efectivo recibido de clientes	18.410.244	21.683.589	Utilidad del ejercicio	11.629.677	5.132.054
Efectivo de intereses financieros	519.309	968.899	Movimiento de partidas que no involucran efectivo		
Ingresos por reintegros, rendimientos FAEP y otros conceptos	80.611	1.167.534	Impuesto de renta diferido, neto	770.962	165.210
Pago por regalías y otras contribuciones	-4.101.696	-4.153.060	Depreciación propiedades, planta y equipo	691.488	1.262.643
Efectivo pagado a proveedores y contratistas	-7.528.563	-5.062.439	Amortizaciones		
Pago de impuestos sobre la renta y otros	-2.040.025	-1.409.720	Recursos naturales	947.788	1.274.979
Pago de salarios, prestaciones sociales y seguridad social	-735.537	-703.003	Abandono de instalaciones	139.795	199.939
Pagos para pensiones de jubilación y traslados a fondos	-885.695	-1.122.170	Cálculo actuarial	645.770	502.665
Otros pagos, neto	259.106	-1.089.550	Intangibles	37.496	152.235
Pago de intereses financieros y otros ingresos	1.424	-875.270	Cargos diferidos	73.343	94.288
Efectivo neto provisto por actividades de operación	3.979.178	9.404.810	Corrección monetaria diferida, neto	-30.473	-22.355
Actividades de inversión			Provisiones		
Aumento neto de inversiones	-1.358.095	-5.028.945	Cuentas por cobrar	2.275	30.734
Inversión en recursos naturales y del medio ambiente	-1.162.165	-2.013.948	Inventarios	49.380	33.161
Adiciones de propiedad, planta y equipo	-730.492	-1.082.887	Propiedades, planta y equipo	0	127.826
Efectivo neto usado en las actividades de inversión	-3.250.752	-8.125.780	Litigios y procesos judiciales	62.380	271.091
Actividades de financiación			Otras	103.062	0
Distribución de utilidades	-2.000.000	-4.475.399	Recuperación provisiones:		
Pago de obligaciones financieras	-120.013	-39.305	Inventarios	-8.711	-118.652
Patrimonio institucional incorporado	29.723	59.873	Propiedades, planta y equipo	-18.813	-17.091
Capitalización en efectivo y prima en colocación de acciones	0	4.867.951	Litigios y procesos judiciales	-832.788	-83.258
Desembolsos de aportes a la ANH	-106.672	0	Otras	-139.554	-5.564
Aporte de la Nación en especie	2.374.512	432.144	Cambios netos en operaciones con activos y pasivos:		
Ajuste en conversión de filiales	1	-2.271	Deudoras	5.946.536	2.030.376
Efectivo neto provisto por las actividades de financiación	177.551	842.993	Inventarios	-237.710	-291.819
Aumento neto en el efectivo y equivalentes de efectivo	905.977	2.122.023	Diferidos y otros activos	-865.556	-1.408.834
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	721.899	1.627.876	Cuentas por pagar	423.182	1.536.580
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	1.627.876	3.749.899	Impuestos por pagar	988.828	-1.473.446
			Obligaciones laborales	-9.246.210	37.684
			Pasivos estimados y provisiones	-697.407	-24.809
			Efectivo generado por actividades de operación	10.434.740	9.405.637
			Flujos de efectivo de las actividades de inversión:		
			Pago por compra de compañías, neto del efectivo adquirido	-1.275.049	-1.082.580
			Compra de inversiones	-27.801.568	-7.939.870
			Redención y venta de inversiones neto	27.054.516	15.917.196
			Inversión en recursos naturales y del medio ambiente	-1.844.917	-3.613.355
			Adiciones de propiedades, planta y equipo	-4.861.067	-9.237.307
			Efectivo neto usado en las actividades de inversión	-8.728.085	-5.955.916
			Flujo de efectivo en actividades de financiación		
			Interés minoritario	242.950	698.360
			Obligaciones financieras	106.942	6.140.588
			Deuda por operaciones de crédito y financiamiento	128.778	21.205
			Capitalizaciones	832.919	41.044
			Pago de dividendos	-4.654.340	-8.902.602
			Efectivo neto usado en actividades de financiación	-3.342.751	-2.001.405
			Aumento (disminución) en el efectivo y equivalentes de efectivo	-1.636.096	1.448.316
			Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	3.749.899	2.113.803
			Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	2.113.803	3.562.119

FLUJOS DE CAJA (Millones de Pesos)																
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
UODI	10.647.041	12.043.367	13.362.641	14.604.864	15.770.034	16.858.153	18.676.335	19.652.538	20.548.209	21.363.348	22.097.955	23.127.568	23.710.577	24.211.726	24.631.013	24.968.485
DEPRECIACION	1.446.253	1.697.098	1.968.381	2.239.665	2.499.801	2.746.929	2.800.543	2.863.255	2.931.076	2.998.897	3.063.930	3.138.990	3.226.786	3.321.735	3.416.685	3.507.732
AMORTIZACIONES	1.937.465	2.460.639	3.026.441	3.592.244	4.134.794	4.650.216	4.762.037	4.892.830	5.034.281	5.175.731	5.311.369	5.467.917	5.651.028	5.849.059	6.047.089	6.236.982
GENERACION DE FONDOS OPERACIONALES	14.030.759	16.201.104	18.357.464	20.436.773	22.404.629	24.255.299	26.238.915	27.408.623	28.513.565	29.537.976	30.473.254	31.734.475	32.588.391	33.382.519	34.094.787	34.713.199
SUBTOTAL MOVIMIETNO KWOP	-1.258.231	-1.112.690	-989.971	-957.487	-898.097	-838.707	-712.778	-716.448	-657.344	-598.241	-539.137	-480.034	-420.931	-361.827	-302.724	-243.620
SUBTOTAL INCREMENTO INVERSIONES	-13.060.803	-15.276.896	-16.521.680	-16.521.680	-15.842.707	-15.050.571	-3.265.201	-3.819.224	-4.130.420	-4.130.420	-3.960.677	-4.571.281	-5.346.913	-5.782.588	-5.782.588	-5.544.958
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	-288.274	-188.482	845.813	2.957.606	5.663.825	8.366.021	22.260.936	22.872.951	23.725.801	24.809.315	25.973.440	26.683.160	26.820.547	27.238.104	28.009.475	28.924.622

FLUJOS DE CAJA (Millones de Pesos)																
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
UODI	10.647.041	12.043.367	13.362.641	14.604.864	15.770.034	16.858.153	18.676.335	19.652.538	20.548.209	21.363.348	22.097.955	23.127.568	23.710.577	24.211.726	24.631.013	24.968.485
DEPRECIACION	1.446.253	1.697.098	1.968.381	2.239.665	2.499.801	2.746.929	2.800.543	2.863.255	2.931.076	2.998.897	3.063.930	3.138.990	3.226.786	3.321.735	3.416.685	3.507.732
AMORTIZACIONES	1.937.465	2.460.639	3.026.441	3.592.244	4.134.794	4.650.216	4.762.037	4.892.830	5.034.281	5.175.731	5.311.369	5.467.917	5.651.028	5.849.059	6.047.089	6.236.982
GENERACION DE FONDOS OPERACIONALES	14.030.759	16.201.104	18.357.464	20.436.773	22.404.629	24.255.299	26.238.915	27.408.623	28.513.565	29.537.976	30.473.254	31.734.475	32.588.391	33.382.519	34.094.787	34.713.199
SUBTOTAL MOVIMIETNO KWOP	-1.258.231	-1.112.690	-989.971	-957.487	-898.097	-838.707	-712.778	-716.448	-657.344	-598.241	-539.137	-480.034	-420.931	-361.827	-302.724	-243.620
SUBTOTAL INCREMENTO INVERSIONES	-13.060.803	-15.276.896	-16.521.680	-16.521.680	-15.842.707	-15.050.571	-3.265.201	-3.819.224	-4.130.420	-4.130.420	-3.960.677	-4.571.281	-5.346.913	-5.782.588	-5.782.588	-5.544.958
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	-288.274	-188.482	845.813	2.957.606	5.663.825	8.366.021	22.260.936	22.872.951	23.725.801	24.809.315	25.973.440	26.683.160	26.820.547	27.238.104	28.009.475	28.924.622
WACC	13,08%	12,42%	12,39%	12,53%	12,92%	12,97%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%
VP FC /EMPRESA	76.159.776	86.413.144	97.335.908	108.553.527	119.199.653	128.934.946	137.288.823	132.490.658	126.470.165	118.831.031	109.136.706	97.045.164	82.705.889	66.405.311	47.613.784	25.660.655
VP VL HORIZONTE	46.080.728	52.110.142	58.583.288	65.843.872	74.095.307	83.667.503	94.517.254	106.539.596	120.091.148	135.366.421	152.584.668	171.993.030	193.870.083	218.529.840	246.326.251	277.658.292

SUMA VP Flujos de Caja 2009 **76.159.776**

G	3,18%
B	23,18%
WACC AÑO 2025	12,72%
FLUJO DE CAJA ULTIMO AÑO (2025)	28.924.622
VALOR DE HORIZONTE AÑO 2025	312.975.684
VP VL HORIZONTE 2009	46.080.728

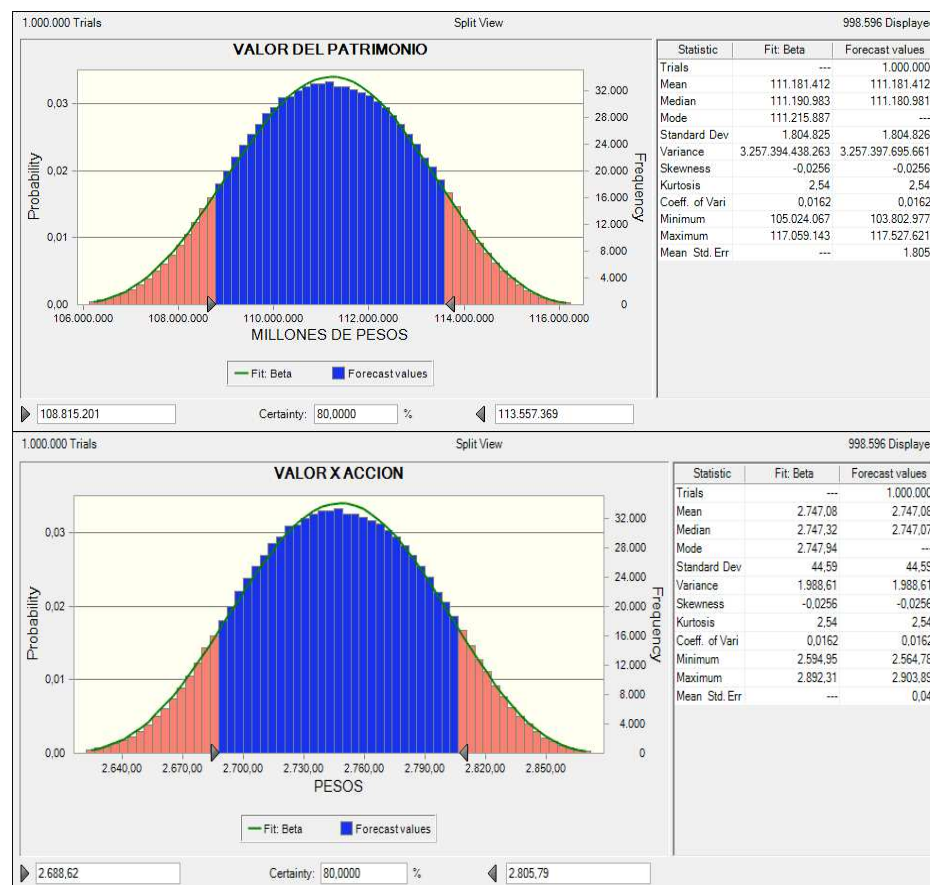
VALOR DE OPERACIÓN 2009 **122.240.504**

OTROS ACTIVOS NO OPERATIVOS	2009
INVERSIONES C.P	462.258
INVERSIONES L.P	3.710.739
CARGOS DIFERIDOS	1.886.529
Cuentas y Documentos x Cobrar	226.781
VALORIZACIONES NO OPERATIVAS	1.029.443
TOTAL ACTIVOS NO OPERATIVOS	7.315.750
VALOR DE LA EMPRESA 2009	129.556.254

DEUDA 2009	
OBLIGACIONES FCIERAS C.P	437.081
OBLIGACIONES FCIERAS L.P	5.714.354
IMPUESTOS X PAGAR	2.433.022
CUENTAS X PAGAR L.P	51.154
OBLIGACIONES LABORALES L.P	2.669.331
OTROS PASIVOS L.P	2.731.220
INTERES MINORITARIOS	941.311
PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	3.411.977

TOTAL DEUDA 2009 **18.389.450**

Valoración a 2009	
VALOR DEL PATRIMONIO	111.166.804
ACCIONES EN CIRCULACION	40.472.515.588
VALOR X ACCION	2.747,08





FLUJOS DE CAJA (Millones de Pesos)															
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
UODI	12.043.367	13.362.641	14.604.864	15.770.034	16.858.153	18.676.335	19.652.538	20.548.209	21.363.348	22.097.955	23.127.568	23.710.577	24.211.726	24.631.013	24.968.485
DEPRECIACION	1.697.098	1.968.381	2.239.665	2.499.801	2.746.929	2.800.543	2.863.255	2.931.076	2.998.897	3.063.930	3.138.990	3.226.786	3.321.735	3.416.685	3.507.732
AMORTIZACIONES	2.460.639	3.026.441	3.592.244	4.134.794	4.650.216	4.762.037	4.892.830	5.034.281	5.175.731	5.311.369	5.467.917	5.651.028	5.849.059	6.047.089	6.236.982
GENERACION DE FONDOS OPERACIONALES	16.201.104	18.357.464	20.436.773	22.404.629	24.255.299	26.238.915	27.408.623	28.513.565	29.537.976	30.473.254	31.734.475	32.588.391	33.382.519	34.094.787	34.713.199
SUBTOTAL MOVIMIETNO KWOP	-1.112.690	-989.971	-957.487	-898.097	-838.707	-712.778	-716.448	-657.344	-598.241	-539.137	-480.034	-420.931	-361.827	-302.724	-243.620
SUBTOTAL INCREMENTO INVERSIONES	-15.276.896	-16.521.680	-16.521.680	-15.842.707	-15.050.571	-3.265.201	-3.819.224	-4.130.420	-4.130.420	-3.960.677	-4.571.281	-5.346.913	-5.782.588	-5.782.588	-5.544.958
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	-188.482	845.813	2.957.606	5.663.825	8.366.021	22.260.936	22.872.951	23.725.801	24.809.315	25.973.440	26.683.160	26.820.547	27.238.104	28.009.475	28.924.622
WACC	12,42%	12,39%	12,53%	12,92%	12,97%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%	12,72%
VP FC /EMPRESA	86.413.144	97.335.908	108.553.527	119.199.653	128.934.946	137.288.823	132.490.658	126.470.165	118.831.031	109.136.706	97.045.164	82.705.889	66.405.311	47.613.784	25.660.655
VP VL HORIZONTE	52.110.142	58.583.288	65.843.872	74.095.307	83.667.503	94.517.254	106.539.596	120.091.148	135.366.421	152.584.668	171.993.030	193.870.083	218.529.840	246.326.251	277.658.292

SUMA VP Flujos de Caja 2010	86.413.144
G	3,18%
B	23,18%
WACC AÑO 2025	12,72%
FLUJO DE CAJA ULTIMO AÑO (2025)	28.924.622
VALOR DE HORIZONTE AÑO 2025	312.975.684
VP VL HORIZONTE 2010	52.110.142

VALOR DE OPERACIÓN 2010	138.523.286
--------------------------------	--------------------

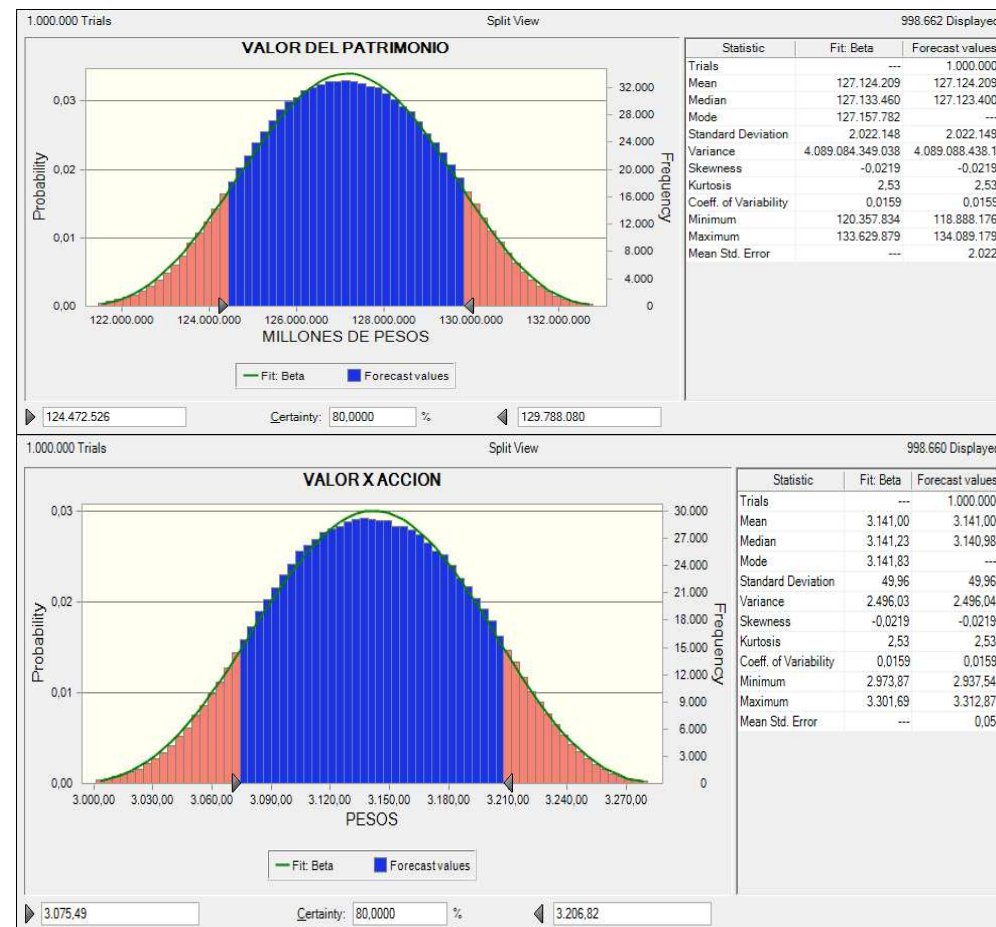
OTROS ACTIVOS NO OPERATIVOS	2010
INVERSIONES C.P	510.892
INVERSIONES L.P	3.785.106
CARGOS DIFERIDOS	3.021.865
Cuentas y Documentos x Cobrar	200.982
VALORIZACIONES NO OPERATIVAS	1.029.443
TOTAL ACTIVOS NO OPERATIVOS	8.548.288
VALOR DE LA EMPRESA 2010	147.071.574

DEUDA 2010	
OBLIGACIONES FCIERAS C.P	437.081
OBLIGACIONES FCIERAS L.P	5.714.354
IMPUESTOS X PAGAR	4.176.171
CUENTAS X PAGAR L.P	22.188
OBLIGACIONES LABORALES L.P	2.842.838
OTROS PASIVOS L.P	3.057.328
INTERES MINORITARIOS	985.553

PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES	2.727.778
---------------------------------	-----------

TOTAL DEUDA 2010	19.963.291
-------------------------	-------------------

Valoración a 2010	
VALOR DEL PATRIMONIO	127.108.283
ACCIONES EN CIRCULACION	40.472.515.588
VALOR X ACCION	3.140,61





Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son reportes de valoración de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Programa Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/burkenroad.aspx>
<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia - Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 ext. 9585