

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Nelson Vera

Diciembre 13 de 2017

A una década del listamiento de Ecopetrol en bolsa: ¿Qué debemos celebrar?

Recientemente se cumplieron 10 años de la emisión de acciones de Ecopetrol, tras haberse enajenado un 10% de su propiedad mayoritariamente pública durante 2006-2007. Dicha emisión logró captar recursos por \$5.7 billones (unos US\$2.500 millones de la época), siendo celebrada dicha ocasión por haber incorporado a cerca de 500.000 personas naturales al mercado de renta variable. Se hablaba en ese entonces del “inicio de la democratización del mercado de capitales en Colombia” (tratando de emular los casos de éxito de países desarrollados).

En particular, se quería hacer la “carambola” consistente en: i) profundizar el listamiento de dichas empresas “estrella” emisoras en el mercado de renta variable en Colombia, con potenciales ganancias en transparencia-eficiencia mediante mejoras en gobierno corporativo provenientes de la “disciplina del mercado”; y ii) despertar el interés de la clase media a dichas inversiones del mercado de capitales, logrando canalizar mayores recursos de ahorro.

Tras una década de tales sucesos, ¿qué es lo que realmente debemos estar festejando? Infortunadamente, la fiesta se ha aguado, siendo un componente importante el fin del súper ciclo de *commodities* del período 2014-2017. Sin embargo, hay toda otra serie de problemáticas que requieren evaluaciones de mayor profundidad analítica. Veamos algunas de ellas.

Comportamiento de la acción de Ecopetrol

El gráfico adjunto muestra cómo la acción de Ecopetrol se flotó a \$1.400 en 2007, valorizándose hasta picos cercanos a \$5.700 en 2012-2013. Sin embargo, el colapso de la estantería minero-energética de 2014-2017 implicó perder buena parte de esa valorización, llegando a mínimos de \$1.030 a mediados de 2016 y actualmente cerca de los \$1.750. En esto último han influido tanto el rebote de los precios-Brent hacia niveles de US\$60/barril, como el adelgazamien-

to de la “grasa operativa” con que venía operando por décadas Ecopetrol. Esta combinación de factores ha permitido recuperar las utilidades (probablemente rondando unos \$4 billones durante 2017 vs. \$1.6 billones de 2016), pero ellas son, y por mucho, bastante inferiores a los \$13-15 billones/anuales que se tuvieron en el período de auge antes reseñado.

Al margen de cuestiones de “*timing* del mercado” (prácticamente imposibles), la verdad de bulto es que un “comprador devoto” (como lo han sido los ahorradores en las AFPs) ha tenido ganancias de solo un 2% real anual (tasa compuesta-TACC) durante la última década, dado que los pagos de dividendos tan solo han promediado un 4% anual, cubriendo a duras penas el componente de deterioro por inflación en dichos dividendos. Aún peor, si un inversionista hubiera adquirido acciones de Ecopetrol en el último quinquenio, atraído por el auge anterior, pues estaría reportando pérdidas del -15% en dicha inversión.

Si se hacen los cálculos únicamente bajo la metodología de *dividend yield*, la rentabilidad de la acción de Ecopetrol durante 2007-2017 ha sido de cero real anual. Actualmente, la tendencia del *dividend yield* es claramente decreciente y hoy apenas ronda un 1.6% nominal anual (vs. los picos del 6%-9% de años anteriores).

Todo lo anterior ha contribuido al desazón de buena parte de los inversionistas, dadas las pérdidas cercanas al -2% por año evidenciadas en el Colcap durante 2012-2017. Allí ha venido materializándose lo que hemos denominado el síndrome de la “acción estrella”, dependiendo la profundidad del mercado de capitales en elevado grado de unos pocos papeles. Todo ello ha implicado desvalorizaciones de consideración en otras emisiones, como las acciones de Avianca (-4.4% en dicha TACC durante 2012-2017) y Éxito (-6.6%).

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Nelson Vera

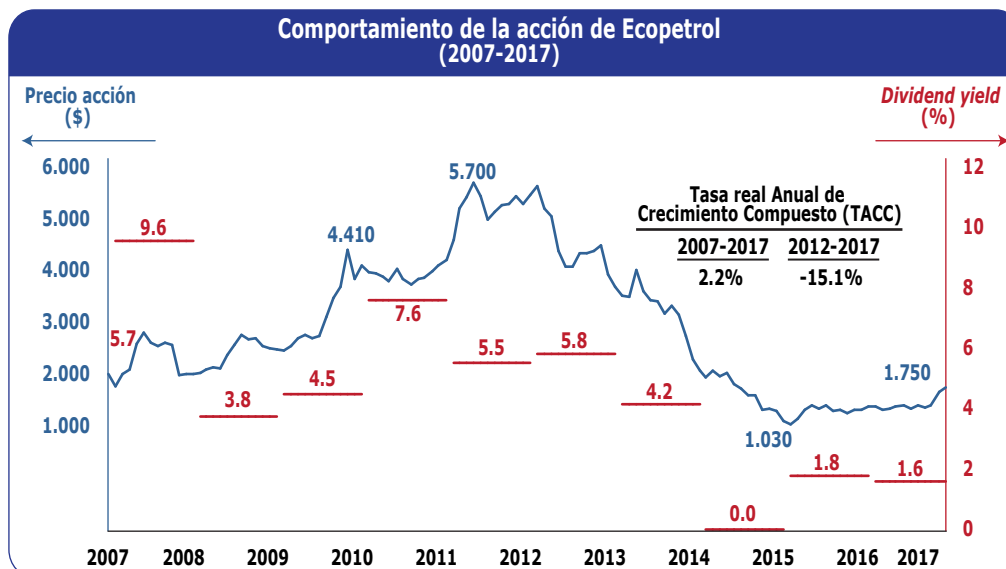
Gobierno Corporativo-Eficiencia

Ya mencionamos cómo una meta importante de dicha democratización de Ecopetrol provenía de lograr ganancias en eficiencia y gobierno-corporativo. Sin embargo, la mencionada enajenación del 10% de la participación pública y la posterior capitalización (diluyendo otro 10% de participación en manos privadas) no impulsó las ansiadas mejoras. Por el contrario, hoy se tienen agravantes de deficiencias operativas y de apalancamiento, siendo estos temas de preocupación por parte de importantes bancos de inversión (ver *Bank of America*, 2017). A este respecto, cabe recordar que Anif había abogado por la enajenación de un 10% adicional de la participación pública de Ecopetrol para gasto de infraestructura por allá en 2009-2010, lo cual habría logrado arbitrar recursos por unos US\$10.000 millones en ese entonces (ver *Informe Semanal* No. 988 de agosto de 2009). Sin embargo, esa oportunidad se perdió y hoy no luce viable dado el colapso del precio de la acción.

Dicho gobierno corporativo tampoco fue suficiente para impedir (incluso con sus representantes de accionistas minoritarios) las pésimas inversiones de Ecopetrol, siendo los casos más conocidos (por sobrecostos y corrupción) los de Reficar y Biomax (con TIRs en el rango 4%-8% frente a proyecciones

iniciales superiores al 15%-20%). Enhorabuena, la Administración saliente 2015-2017 se focalizó en desinversiones de activos no estratégicos (tipo Isagen y Propilco), lo cual va en la dirección correcta. Incluso ahora el MHCP ha flotado la idea de una posible enajenación de parte de Cénit (la filial de transporte de hidrocarburos, la cual podría estar bordeando valores cercanos a los US\$2.000 millones), tal como lo había sugerido Anif años atrás (ver *Informe Semanal* No. 1214 de abril de 2014).

En síntesis, el balance de Ecopetrol tras 10 años de listamiento en bolsa resulta algo agrídulce. Si bien se lograron algunos incrementos en las inversiones exploratorias y de producción, aún se tienen serias deficiencias operativas. Esto último ha tenido el desafortunado resultado de falta de hallazgos de consideración, implicando pobres índices de autosuficiencia de reservas del orden de 6 años (solo Ecopetrol). Adicionalmente, se cuenta con agravantes de consideración en los frentes: i) laborales, “durmiendo con el enemigo” en cabeza de un sindicato con talante vandálico; ii) sociales, donde las consultas con comunidades y populares han frenado proyectos clave; y iii) el desafío frente al mismo “Imperio de la Ley”, con persistentes voladuras a la infraestructura minero-energética (principalmente por parte del ELN).



Fuente: cálculos Anif con base en Ecopetrol y Bloomberg.