

**86113-059-05**

<b>PROPILCO S.A. (ESENTTIA S.A.): LA PETROQUÍMICA, UN ENLACE DE CONVENIENCIA COYUNTURAL EN LA VISIÓN ESTRATÉGICA DE ECOPETROL S.A. ....</b>	<b>2</b>
<b>1. Introducción .....</b>	<b>2</b>
<b>2. Antecedentes - (Estructuración y planeación) .....</b>	<b>7</b>
<b>2.1. Desarrollo de la industria Petroquímica en Colombia.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2. Política Pública. ....</b>	<b>8</b>
<b>2.3. Estructuración del negocio .....</b>	<b>12</b>
<b>2.4. Desarrollo de la Sinergia. ....</b>	<b>17</b>
<b>2.5. Desarrollo Propilco S.A. ....</b>	<b>20</b>
<b>    2.5.1. Resultados Propilco 2008 -2016.....</b>	<b>22</b>
<b>3. El Proceso de enajenación .....</b>	<b>40</b>
<b>    3.1. Contexto regional.....</b>	<b>43</b>
<b>    3.2. Prospectiva Empresarial - Escenarios sobre la decisión de venta de Propilco - Comai (Esenttia).....</b>	<b>46</b>
<b>        3.2.1. Escenario 1: Continuidad en el Grupo Empresarial. ....</b>	<b>48</b>
<b>        3.2.2. Escenario 2: Enajenación.....</b>	<b>51</b>
<b>        3.2.3. Enajenación parcial .....</b>	<b>52</b>
<b>    3.3. Fijación del precio base.....</b>	<b>53</b>
<b>        3.3.1. Inversiones realizadas por Ecopetrol S.A. en Propilco. ....</b>	<b>53</b>
<b>        3.3.2. Beneficios obtenidos por Ecopetrol S.A. ....</b>	<b>54</b>
<b>        3.3.3. Precio base.....</b>	<b>54</b>
<b>4. Conclusiones .....</b>	<b>55</b>

**86113-059-05**

**PROPILCO S.A. (ESENTTIA S.A.): LA PETROQUÍMICA, UN ENLACE DE CONVENIENCIA COYUNTURAL EN LA VISIÓN ESTRATÉGICA DE ECOPETROL S.A.**

*Elaborado por:*

*Olga Liliana López Rodríguez – Yeiro Smelig Ramírez Olaya – Miguel Pinzón Salcedo – Álvaro José Pumarejo Mejía*

*Fecha: [30/05/2017, 21/06/2017, 09/07/2017, 02/08/2017, 10/08/2017 y 18/08/2017]*

*Ubicación provisional: [SCMINE 014/DATOS (E)/DESME 2016/Estudios DES 2016/Bioenergy\_Propilco/Propilco\_Esanttia/Archivo: Informe Propilco\_VP\_11112016]*

*Revisión # 1: [Iván López Dávila – Director de Estudios Sectoriales]*

*Fecha de la revisión: [06/06/2017, 21/06/2017, 02/08/2017, 11/08/2017 y 23/08/2017]*

*Revisión #2: [Ricardo Rodríguez Yee – Contralor Delegado Sectorial]*

*Fecha: 20/06/2017, 10/07/2017, 02/08/2017, 03/08/2017, 11/08/2017 y 23/08/2017*

*Revisión # 3: Martha Lucía Villa Restrepo – Asesora Despacho Vicecontralora  
Fecha: 17/08/2017*

## **1. Introducción**

La aprobación y aplicación de la Ley 1118 de 2006, implicó para Ecopetrol S.A. el cambio de su naturaleza jurídica, la ampliación de su objeto social y la capitalización de la compañía a través de una democratización del capital accionario en un porcentaje no mayor al 20% del total de las acciones.

Estas modificaciones estructurales, tenían por objetivo atraer la máxima participación de inversionistas privados ingresando al mercado de capitales, hacer de la empresa una opción en el mercado local e

internacional y obtener recursos para financiar el plan de inversiones con un horizonte de cinco años, el cual requería de un capital de USD12.500 millones para su materialización<sup>1</sup>, más o menos \$29,5 billones a la tasa de cambio de entonces. En agosto de 2007, se dio inicio a la primera ronda, con los resultados ya conocidos: la enajenación del 10% de la empresa con una captación cercana a los USD2.500 millones.

La modificación de la naturaleza jurídica permitió que la empresa mudara del régimen de contratación público y entrara a regirse por el derecho privado, flexibilizando las condiciones de manejo de todas las operaciones empresariales (capitalización, crédito, contratación, entre otras) para fortalecer su capacidad para el cumplimiento de su objeto social. A su vez, esta decisión significó un avance en el desarrollo del mercado accionario interno del país, pues contaba dentro de sus participantes con la empresa colombiana más grande y para el público una opción atractiva para invertir en renta variable.

Bajo este escenario de liquidez derivado de la capitalización obtenida tras la venta accionaria y con una visión de negocio que buscaba el crecimiento de la compañía en todas sus líneas, incluyendo la incursión en la cadena Petroquímica, se toma la decisión de adquirir diversas compañías, consideradas, en ese momento, como inversiones estratégicas en renta variable, tal y como se muestra en el Cuadro 1:

---

<sup>1</sup> ECOPETROL, 2006. Presentación "El futuro de Ecopetrol". Recuperado de: <http://www.anh.gov.co/Sala-de-Prensa/Presentaciones/El%20Futuro%20de%20Ecopetrol.pdf>

**Cuadro 1**  
**Activos adquiridos por ECOPETROL 2007-2011**  
**Visión de integración a 2015**

<b>Año</b>	<b>Empresas</b>	<b>Participación Societaria adquirida (%)</b>	<b>Costo Transacción (USD millones)</b>	<b>Actividad de negocio</b>
<b>2007</b>	Propilco	100	690	Industria petroquímica
<b>2008</b>	Reficar	51	545	Refinación
	Bioenergy	78,9	16	Alcohol carburante
<b>2009</b>	Offshore International Group Inc. -OIG	50	639	Exploración y producción de hidrocarburos en Perú
	Ocensa	24,7	418	Transporte
	Hocol	100	807	Exploración y producción de hidrocarburos
<b>2011</b>	Equión	51	814	Exploración y producción de hidrocarburos

Fuente: Ecopetrol S.A.

Dentro de este contexto, en diciembre de 2007 el Grupo Empresarial de Ecopetrol S.A. toma la decisión de adquirir la empresa Polipropilenos del Caribe S.A. (Propilco)<sup>2</sup>, para avanzar en el desarrollo de área de petroquímica<sup>3</sup>, con el propósito de mejorar la productividad y competitividad mediante la generación de sinergia entre las dos empresas, acorde con los objetivos y metas propuestos en el plan estratégico de negocios<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> La compañía fue constituida el día 16 de marzo de 1989 mediante Escritura Pública No. 881 y su objeto principal, al momento de la compra, consistía en elaborar, fabricar, procesar, transformar, adquirir, enajenar, importar, exportar, distribuir y comercializar insumos, materias primas y productos químicos, en especial resinas y compuestos de Polipropileno.

<sup>3</sup> Su materia prima el polipropileno se fabrica con base en un refinado del petróleo llamado propileno grado refinería (PGR), que hoy fabrica Reficar, esto fue lo modificado en Reficar con el control de cambios No 1 que implicó una adición presupuestal y demoras en su tiempo de construcción.

<sup>4</sup> En reunión ordinaria del 20 de octubre de 2009, la JD de Reficar, aprueba la configuración que se consideró más atractiva por brindar una integración con un plan

Con la adquisición de Propilco se quiso asegurar asociaciones y *"...generar valor mediante el aprovechamiento de las corrientes petroquímicas derivadas del proceso de refinación. Así mismo, la integración abre las puertas para acometer en el futuro nuevos proyectos en la cadena petroquímica en Colombia, acorde con las tendencias mundiales de las empresas petroleras"*<sup>5</sup>.

En 2009, Ecopetrol (a través de su filial Andean Chemical Ltd), hace la recompra del 50,99% de la participación accionaria que Glencore tenía en Reficar S.A., por un valor de USD549 millones. No obstante, solo hasta octubre de 2009 se define el diseño de la modernización de la Refinería de Cartagena, incluyendo una modificación del diseño para integrarlo a la cadena productiva que consistió básicamente en continuar el proyecto bajo la configuración 1.3.7, *revamping* de la unidad de *cracking* FCC con maximización de la producción de propileno, por un valor de USD133,5 millones<sup>6</sup>.

Mientras se desarrolló el proyecto, Ecopetrol suministró el propileno con la producción de la refinería antigua hasta agosto de 2013, que precede a la suspensión de su operación en marzo de 2014. El proyecto de modernización de la Refinería de Cartagena culmina en diciembre de 2015 y en 2016 se reinicia la entrega de Propileno Grado Refinería -PGR-.

---

futuro en Petroquímica manteniendo flexibilidad para la producción de gasolinas por la disponibilidad de un componente de alto valor (alquilato).

<sup>5</sup> Informe de Gestión de Ecopetrol 2008. Pág. 27.

<sup>6</sup> Acta de Junta Directiva de Reficar No. 046 del 20 de octubre de 2009.

Simultáneamente en 2015, la actual administración del Grupo Empresarial Ecopetrol determina un redireccionamiento estratégico, como consecuencia de los cambios producidos en el contexto internacional y nacional de la industria petrolera. En el primer caso el descenso significativo de los precios internacionales del crudo que durante ese año alcanzó el 50%, originado en una sobreoferta de producción y en la contracción de la demanda de los principales consumidores; y en el caso interno por una disminución de las reservas y de la inminente declinación de la producción petrolera. Bajo este escenario la nueva estrategia empresarial 2015-2020<sup>7</sup> tiene como propósito garantizar la sostenibilidad futura de la empresa mediante una reducción de costos y el incremento de la eficiencia operacional, ajustando el foco estratégico en las actividades de exploración y producción, compatible con el escenario actual de precios de crudo<sup>8</sup>.

Lo anterior implicó para el Grupo Empresarial establecer un plan de gestión de portafolio, que incluyó, entre otras decisiones, la enajenación de la participación accionaria en la Empresa de Energía de Bogotá y la venta de acciones en ISA y Propilco S.A., "*Activos que no hacen parte del foco de negocios de la empresa*"<sup>9</sup>, con el fin de contar con un flujo de caja que le permita apalancar el programa de inversiones en las actividades estratégicas de exploración y explotación.

---

<sup>7</sup> Directiva aprobó el plan de inversiones para el año 2015 por US\$7.860 millones. Para Plan de Inversiones se requieren USD 4.113 millones y para inversión de filiales y subsidiarias se necesitan USD 1.928 millones.

<sup>8</sup> Ecopetrol S.A. (2016). *Reporte integrado de gestión sostenible*. Dirección de Asuntos Corporativos, Bogotá, marzo de 2016. página 20-21. En: [http://www.ecopetrol.com.co/documentos/Ecopetrol\\_IA\\_2015\\_29marzo.pdf](http://www.ecopetrol.com.co/documentos/Ecopetrol_IA_2015_29marzo.pdf)

<sup>9</sup> *Ibidem*.

En junio de 2016, el Consejo de Ministros aprueba la decisión de la Junta Directiva de Ecopetrol de continuar su programa de enajenación de activos no estratégicos<sup>10</sup>, con la venta de Propilco, con el fin de obtener parte de los recursos necesarios para financiar el plan de inversiones 2017-2020 cuyo valor asciende a los USD13.000 millones<sup>11</sup>.

De esta manera, la venta o enajenación de la participación accionaria de Ecopetrol en Propilco, por tratarse de un activo de la Nación, resulta una decisión de interés público y su análisis de la competencia de la Contraloría General que permita identificar y determinar sus posibles beneficios y/o desventajas, con el propósito de aportar elementos técnicos para el ejercicio del control político a cargo del Congreso de la República y del control social en manos de la ciudadanía en general, al tiempo que se constituye en llamado para que el Gobierno Nacional adopte los ajustes que considere pertinentes en aras de salvaguardar y asegurar el buen uso de los recursos fiscales involucrados.

## **2. Antecedentes - (Estructuración y planeación)**

### **2.1. Desarrollo de la industria Petroquímica en Colombia.**

La industria petroquímico-plástica y fibras sintéticas del país surgen como resultado del plan quinquenal de Ecopetrol en el año 1965, con la producción de etileno y propileno y algunos productos aromáticos,

---

<sup>10</sup> Los Activos Estratégicos, entendidos como aquellos que ofrecen a la unidad corporativa ventajas competitivas duraderas y que se potencian con la reputación de sus marcas, el capital humano, la tecnología que aplican a su negocio, la innovación y creatividad.

<sup>11</sup> Actualización Plan de Negocios 2017-2020.

utilizados como materias primas. Durante este mismo periodo se crean y entran en operación empresas productoras de petroquímicos intermedios como: Policolsa, Petroquímica Colombiana, Andercol, Dow Química, Cyanamid de Colombia, Cabot Colombiana, Phillips Petroquímica, Celanese (Quintex), Enka de Colombia, Polímeros Colombianos, y la Empresa Multinacional Andina Monómeros Colombo Venezolanos<sup>12</sup>. La cadena productiva de la petroquímica comprende una amplia gama de industrias (plásticos y fibras sintéticas), que realizan desde las actividades de explotación de gas y refinación del crudo, la producción de las materias primas petroquímicas básicas (olefinas y aromáticos), de insumos intermedios (polietileno, cloruro de polivinilo, poliestireno, polipropileno, resinas, entre otros), e incluyen la producción de bienes transformados y finales de plásticos<sup>13</sup>

Posteriormente, en el marco del Acuerdo de Cartagena se promulgan las Decisiones 91 y 296<sup>14</sup>, que establecen los lineamientos para el desarrollo y fortalecimiento de la industria petroquímica en los países miembros de la Comunidad Andina de Naciones (CAN).

## **2.2. Política Pública.**

La formulación de política pública para el desarrollo y fortalecimiento de la industria petroquímica nacional tiene inicio con el Conpes 2693 de 1994 "*Política de venta de algunos insumos de Ecopetrol*", en el cual se definen las condiciones de participación privada

---

<sup>12</sup> DNP (2004). Petroquímica- plásticos y fibras sintéticas. En <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Desarrollo%20Empresarial/Plasticos.pdf>

<sup>13</sup> *Ibíd.*

<sup>14</sup> Decisión 91 de 1975: *Programa Sectorial de Desarrollo de la Industria Petroquímica*. Decisión 296 de 1991: *Programa de Integración Industrial Petroquímica*.



en los proyectos de refinación de crudo y permite la integración vertical en la producción de petroquímicos básicos. En 1996 se formula el Conpes 2878 *"Apoyo a la Petroquímica básica en Colombia"*, que establece a Ecopetrol la implementación de la política de estímulo al desarrollo de la industria petroquímica nacional, y al Ministerio de Minas y Energía diseñar un sistema de registro de demanda de insumos básicos que facilite su asignación transparente y realizar estudios de libertad de precios con referencia al precio internacional de los insumos petroquímicos no transables y sobre la capacidad de transporte de los mismos. Por último, en 2002 se expide el Conpes 3154 *"Modificación al Conpes 2878 de 1996 referente a la petroquímica"* (ver Cuadro 2).

**Cuadro 2**  
**Recomendaciones de los Conpes relacionadas con el desarrollo de la industria petroquímica en Colombia**

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

**POLÍTICA PÚBLICA PARA LA INDUSTRIA PETROQUÍMICA**

El Conpes 2693 de 1994 "Política de venta de algunos insumos de Ecopetrol",	El Conpes 2878 de 1996 "Apoyo a la Petroquímica Básica en Colombia"	El Conpes 3154 de 2002 "Modificación al Conpes 2878 de 1996 referente a la petroquímica"
<p>Identifica a Ecopetrol como único productor de insumos básico, que provienen del gas natural y de la refinación del petróleo, para la industria petroquímica se presenta una restricción de suministro interno que pone en riesgo su desarrollo y desincentiva la inversión privada en nuevos proyectos, y en consecuencia plantea una estrategia de largo plazo, que debe ser implementada por el Ministerio de Minas y Energía y Ecopetrol</p>	<p>Realiza un diagnóstico con recomendaciones, sobre la dimensión de la industria petroquímica en Colombia, donde se incluyó un análisis breve de aspectos como: el abastecimiento de insumos; el estado de la integración de la cadena petroquímica; las oportunidades en el mercado internacional y el peso del sector en la economía nacional, esto con miras a fortalecer el desarrollo de este sector industrial. El documento señala que teniendo en cuenta que la actividad de Refinación tenía sus principales centros en Barrancabermeja y Cartagena, y que la primera estaba orientada a abastecer de gasolina la demanda nacional de combustibles, entonces la Refinería de Cartagena se constituía en el complejo óptimo para desarrollar proyectos petroquímicos sin perjuicio de su producción de combustibles.</p>	<p>Identifica como una limitante para el desarrollo de la industria petroquímica la capacidad de refinación del país, pues al tener a Ecopetrol como único refinador y la capacidad de sus refinerías orientadas primordialmente a la producción de combustibles, hace que la producción de insumos petroquímicos resulte insuficiente para abastecer la demanda de la industria nacional, la cual debe ser cubierta con importaciones, dando como resultado una cadena no integrada para la producción de plásticos, plastificantes, pinturas, fibras sintéticas, envases, cauchos, entre otros. Sobre la recomendación del Conpes 2878 de 1996 de establecer el precio de los productos petroquímicos en el mercado nacional a partir de la referencia del precio internacional menos el costo de transporte, que buscaba beneficiar al comprador evitándole asumir costos de flete y de importación, y por otra al productor, para el caso Ecopetrol, que no tendría que reducir su precio de venta en el equivalente al flete, generó que el costo de oportunidad, de éste último, fuese superior al precio de venta en el mercado nacional lo que desmotivó la producción y venta de insumos al sector petroquímico nacional y por ende al desarrollo de nuevos proyectos.</p>

**RECOMENDACIONES**

<p>i. Definir condiciones contractuales para la participación privada en proyectos de refinación de crudos y separación de gas natural, permitiendo la integración vertical en la producción de petroquímicos básicos, intermedios y finales mediante la adición de procesos de conversión; para lo cual Ecopetrol podrá ampliar o modernizar sus refinerías, concentrando sus actividades en la exploración y explotación de crudo pero sin participar en nuevos proyectos del sector petroquímico;</p> <p>ii. Fijar condiciones tales como: esquemas de concesión (BOM u otros), ubicación, esquemas de suministros de materias primas, condiciones y productos de compra, para la construcción de nuevas refinerías;</p> <p>iii. Ecopetrol deberá asegurar, de acuerdo a sus posibilidades de producción, el suministro de los insumos básicos para la producción privada mediante contratos de largo plazo;</p> <p>iv. Conjuntamente con el Ministerio de Desarrollo Económico, Ecopetrol y Coinvertir adelantará programas de promoción para atraer inversión privada a los sectores de refinación y producción de petroquímicos;</p> <p>v. Creación de la Comisión Petroquímica Colombiana, como órgano asesor y de consulta del gobierno en materia de análisis de políticas relacionadas.</p>	<p>i. Se solicitó a ECOPETROL el desarrollo de la política de estímulo al desarrollo petroquímico nacional.</p> <p>ii. El MME debía diseñar un sistema de registro de demanda para los insumos petroquímicos básicos que permitiera una asignación transparente de los mismos.</p> <p>iii. El MME debía estudiar los temas de libertad de precios para los insumos petroquímicos no transables así como los cargos por uso y capacidad de transporte de estos insumos.</p>	<p>i. La nueva estrategia de política se orientó entonces a establecer que el precio de venta de cada producto fuera determinado con base a los precios internacionales, de tal forma que las negociaciones entre productor e industria estuvieran acorde al costo de oportunidad en el mercado externo.</p>
---	--	--

Es de resaltar que si bien es cierto que en los diagnósticos y recomendaciones de los Conpes, descritos en el Cuadro 2, se proyectaba como beneficios de los escenarios basados en la integración de la cadena petroquímica, un aumento de su competitividad y eficiencia, la disminución de costos y la garantía del suministro de materias primas nacionales, lo cual debía contribuir en un incremento de los indicadores de la producción nacional y exportaciones por cuenta de esta industria, en los mismos no se establece como alternativa o instrumento para su materialización la vinculación directa de Ecopetrol a la cadena petroquímica, o al menos mediante la compra de activos petroquímicos. En este sentido, la compra de la Propilco en 2008, por parte de Ecopetrol como empresa petrolera de propiedad mayoritariamente estatal, es una decisión que se puede considerar particular en el caso colombiano si se compara con los esquemas de integración, entre las empresas petroleras y de petroquímica, implementados en otros países de Latinoamérica.

Las estrategias planteadas en los Conpes, tendían a propiciar la integración y consolidación de la cadena productiva petroquímica y contribuir a la viabilidad de los proyectos de refinación y petroquímica que generen valor agregado, mediante la coordinación de la gestión pública y privada. La estrategia apuntaba a dos aspectos claves: i) la determinación del precio de venta de los insumos petroquímicos a partir de los precios internacionales como referencia, lo cual permitiría, desde la perspectiva de Ecopetrol, adelantar los proyectos de ampliación y modernización de las refinerías (Barrancabermeja y Cartagena); ii)

garantizar el suministro de materia prima, el propileno, a la industria petroquímica nacional, evitándole asumir costos de flete e importación.

### **2.3. Estructuración del negocio**

Dentro de los compromisos presupuestales causados por Ecopetrol en 2007, estuvo la firma del acuerdo para adquirir la compañía Propilco, la cual era la *"...principal fabricante de resinas en la región Andina, Centroamérica y el Caribe, sujeto a la aprobación de la integración empresarial por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio, la cual se espera recibir en 2008"*<sup>15</sup>.

En abril de 2008, se cierra la transacción por USD690 millones de dólares<sup>16</sup>, momento en el cual las firmas eran propiedad del Grupo Sanford y de Valorem - Grupo Santodomingo, y el compromiso de los antiguos accionistas era sanear la deuda financiera bancaria antes de completar la compra, requisito que se cumplió mediante capitalización por emisión de acciones ordinarias por \$275.319 millones.

La Junta Directiva de Ecopetrol S.A. decidió hacer la compra de Propilco S.A. teniendo en cuenta las siguientes potencialidades:

---

<sup>15</sup> Informe de Gestión Ecopetrol 2007. Pág. 89. Acta de Junta Directiva No 088 del 22 de octubre de 2007. Los miembros principales eran: Fabio Correa Echeverri, Hernán Martínez Torres (Ministro de Minas y Energía), Oscar Iván Zuluaga, Carolina Rentería Rodríguez, Ignacio Sanín Bernal y Omar Armando Baquero Soler como principales y como suplentes Gloria Inés Cortés Arango, Andrés Escobar Arango, María Elena Velásquez y William Miguel Escaf Escaf

<sup>16</sup> El valor de la transacción final fue de USD 690,77 millones, incluyendo USD 136,5 de capitalización y realizando ajustes con base en los cambios del Capital Neto de Trabajo y la Deuda Neta.

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

- La producción de resinas de polipropileno para diferentes usos y aplicaciones, según el proceso de fabricación, como:

- Procesos de inyección (tapas, juguetes, recipientes)
- Extrusión (pañales, rafia empaques, películas, pitillos)
- Moldeado por soplado (botellas, tanques, garrafas)

- La principal materia prima es el propileno grado polímero

- Estratégicamente localizada cerca de facilidades portuarias

- Contaba con una base de más de mil clientes a través de ventas directas (solo cinco de los clientes representaban el 25% de las ventas).

- Crecimiento sostenido de la demanda en el mercado local.

En la Junta Directiva (JD) también se expuso que Propilco S.A. demandaba necesidades de expansión, para lo cual había un proyecto de ampliar la planta de 383 KTN/año a 500. Esto con el fin de cubrir las exportaciones (aumentaron en un 340% en seis años) ya que la capacidad disponible atendía primordialmente la demanda local. La empresa siempre ha tenido la ventaja de que la demanda ha respondido positivamente ante las expansiones en producción.

Dentro de las limitantes de Propilco S.A. que justificaban la venta se encontraban las restricciones que enfrentaba la empresa para obtener la materia prima, lo que podía restarle competitividad a (la materia prima era 100% importada y las transacciones con sus principales proveedores eran en mercado spot).

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

En diciembre de 2006, Propilco S.A. efectuó una inversión de USD50 millones para construir un *splitter*<sup>17</sup> para convertir Propileno Grado Refinería a Propileno Grado Polímero y, en octubre de 2007, comenzó a comprar Propileno Grado Refinería a Ecopetrol S.A.

Ya en ese momento, la adquisición fue considerada como estratégica para Ecopetrol porque:

- Colombia era un importador de materia y productos petroquímicos y Propilco surtía la industria local de polipileno.

- Ecopetrol tenía la disponibilidad de materia prima proporcionada por procesos de refinación que, en ese entonces, eran empleados para elaborar otros productos.

- Había disponibilidad de Gas de Cusiana rico en etanos, propanos y butanos para obtener propileno a partir del GLP.

- La adquisición permitía la integración vertical en la cadena petroquímica con un mercado ya establecido, con el objetivo de sacar mayores sinergias y obtener márgenes adicionales.

Los escenarios analizados y presentados ante la JD tenían en común los supuestos de una capacidad de producción de 500 KTN/año, el funcionamiento del Tratado de Libre Comercio, un precio del barril de petróleo WTI de rango medio y una tasa de rentabilidad del 14%. Las variables sensibles analizadas fueron la composición de materia prima

---

<sup>17</sup> Torre de purificación de Propileno, que separa el Propileno Grado Refinería (PGR) en Propileno Grado Polímero (PGP) y Propano el cual devuelve a la refinería.

importada vs. la nacional y la financiación de las inversiones para la aumentar la producción, las cuales debían provenir de la empresa controlante o del presupuesto de la subsidiaria.

En 2008, la *visión empresarial* de Ecopetrol S.A. era ser una "empresa global de energía y petroquímica, con énfasis en petróleo, gas y combustibles alternativos; reconocida por ser competitiva, con talento humano de clase mundial y socialmente responsable"<sup>18</sup>. El plan consistía en consolidar un *clúster*<sup>19</sup> alrededor de la industria del petróleo y gas en la zona de Magdalena Medio y Santander y una de las líneas de acción era *dinamizar subsectores afines, tales como petroquímica, biocombustibles, oleoquímica, logística y energía*<sup>20</sup>.

El proceso para la adquisición de Propilco S.A., por parte de Ecopetrol S.A., inicia formalmente a partir del segundo semestre de 2007, que se materializa mediante una oferta no vinculante, previa aprobación de la JD. El 21 de diciembre de ese año se realiza la suscripción del contrato de compra-venta, como se muestra en el Cuadro 3:

### **Cuadro 3** **Fases de la adquisición de Propilco 2007**

---

<sup>18</sup> Informe de Gestión Ecopetrol 2008. Pág. 13.

<sup>19</sup> Un grupo de empresas e instituciones de apoyo concentradas en un territorio que compiten en un mismo negocio y que comparten características comunes y complementariedades

<sup>20</sup> *Ibíd.* Pág. 54.

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

CRONOLOGÍA	
<b>2007</b>	
<b>Septiembre</b>	
<b>12</b>	Se presenta oferta no vinculante por USD 827 millones
<b>Octubre</b>	
<b>19</b>	Comisión de negocios de la Junta. Aprobación de rango de valor por parte del Comité de la JD de Ecopetrol, USD (468 - 886) millones
<b>22</b>	La JD aprueba presentación de oferta de Ecopetrol para la compra de la compañía y propuso que la Comisión de Negocios de la JD revisara las cifras analizadas con una banca de inversión y se estableciera el rango en que se haría la oferta definitiva.
<b>26</b>	Comisión de negocios aprobó que la transacción USD (678 - 700) millones.
<b>31</b>	La oferta en firme se fijó en USD 678 millones, sin deuda.
<b>Noviembre</b>	
<b>16</b>	Contraoferta de Propilco S.A. por USD 747 millones.
<b>26</b>	Comisión de Negocios aprueba de forma preliminar monto de contraoferta por USD 712 millones en reunión con dos miembros suplentes de la Junta Directiva, sujeto a revisión en reunión con el Ministro de Minas.
<b>29-30</b>	Acuerdo de precio entre Ecopetrol y Propilco en USD 712 millones. El día 29 se realizó la propuesta y el día 30 fue aceptada por la contraparte.
<b>Diciembre</b>	
<b>7</b>	se informa sobre el resultado del proceso, con la suma definitiva de USD 712 millones en un escenario libre de deuda.
<b>21</b>	Se hizo la suscripción del contrato

Finalmente, y tras cerrarse la compra de las compañías la composición accionaria de Propilco queda de la siguiente manera, tal y como se muestra en el Cuadro 4:

**Cuadro 4**  
**Composición Accionaria de Propilco S.A. 1989 y 2016**

Composición Accionaria Propilco S.A. (Esenttia) 1989-2016			
Accionistas	1989	1990 -2007	2008 -2016
<b>Petroquímica Colombiana S.A. (PETCO S.A.)</b>	50%		
<b>Grupo Sanford</b>	50%	50%	
<b>Grupo Santo Domingo - Valorem</b>		50%	
<b>Ecopetrol Grupo Empresarial:</b>			
<b>Ecopetrol S.A.</b>			49,8999987%
<b>Andean Chemical</b>			50,1000006%
<b>Ecopetrol del Perú S.A.</b>			0,0000002%
<b>Ecopetrol Oleo e Gas Do Brasil Ltda.</b>			0,0000002%
<b>Ecopetrol América Inc.</b>			0,0000002%
	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Ecopetrol S.A.



Actualmente, la participación accionaria está en cabeza de Ecopetrol S.A., y de cuatro empresas, una filial Andean Chemical y tres (3) subordinadas, como puede apreciarse en el Cuadro 5:

**Cuadro 5**  
**Participación Accionaria Propilco S.A. (Esenttia) - 2016**

<b>Empresas Accionistas</b>	<b>No. de Acciones</b>	<b>Precio por acción<sup>(1)</sup></b> <b>(\$)</b>
<b>Ecopetrol S.A.</b>	206.910.325	
<b>Andean Chemicals Ltd.</b>	207.739.633	
<b>Ecopetrol del Perú S.A.</b>	1	4.940
<b>Ecopetrol Oleo e Gas Do Brasil Ltda.</b>	1	
<b>Ecopetrol América Inc.</b>	1	
<b>Total</b>	<b>414.649.961</b>	<b>2.048.370.807.340</b>

Fuente: Ecopetrol S.A.

#### **2.4. Desarrollo de la Sinergia.**

Para asegurar la disponibilidad de materia prima para la subsidiaria recién adquirida (Propilco S.A.), Ecopetrol propició en 2009, una vez que recupera la propiedad total del Proyecto de Modernización de la Refinería de Cartagena -PMD-, el cambio en su configuración conocida como la *Implementación del caso 1.3.7.*<sup>21</sup>, el cual fue seleccionado después de analizar 17 casos de estudio. Las respectivas modificaciones son incorporadas al diseño del Proyecto en lo que se relaciona con el objetivo de “*Mantener la flexibilidad operacional y*

<sup>21</sup> Lo que se conoce como la configuración 1.3.7. del Proyecto Reficar, que incluye el revamping de la unidad de cracking FCC con maximización en la producción de propileno,

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

*sinergias del Grupo Empresarial”, y que en lo que se refiere en particular con Propilco fueron<sup>22</sup>:*

- *Nuevo licenciador de la tecnología de Proceso de Cracking Catalítico (FCC) para lograr la maximización de Propileno.*
- *Incremento en la capacidad de diseño de la FCC de 35 a 40 mil barriles por día.*
- *Incremento en la capacidad de almacenamiento (tanques y esferas) de Butanos y Propanos (LPG) para manejar el incremento en su producción como resultado de la maximización de propileno.*
- *Incremento en la capacidad de la planta de Aire Comprimido de la Refinería existente para cumplir con los requerimientos del cambio de tecnología de proceso en la FCC.*
- *Incremento de la capacidad de tratamiento de propanos (LPG) en la unidad de FCC para tratar la mayor producción de LPG.*
- *El aplazamiento de la Unidad de Remoción de Benceno (Benzout) demandó modificaciones en la capacidad de tratamiento del LPG de la unidad de Coquización Retardada para permitir el envío de esta corriente a la corriente de Propileno que la Refinería le enviará a Propilco.*

*“...la adopción de ésta modificación fue aprobada por la Junta Directiva de Reficar, en reunión del 20 de octubre de 2009, en los siguientes términos “(...) Implementar como configuración para el Proyecto el esquema 1.3.7., con revamping de FCC orientada a maximización de Propileno (...) reactivar la gestión de compras del Proyecto acorde con esta configuración (...)”.*

Como se señaló anteriormente, el Plan Maestro de Desarrollo - PMD- de la Refinería de Cartagena -Reficar-, tenía inicialmente programada su culminación en octubre de 2013, sin embargo, tras los

---

<sup>22</sup> Acta No. 69 Junta Directiva de Reficar

múltiples inconvenientes y retrasos afrontados durante la ejecución, la inauguración finalmente se realiza en octubre de 2015 y solo hasta 2016 comienza a suministrar propileno grado refinería (PGR) a Propilco S.A.

Durante el periodo comprendido entre 2007-2017 la Refinería de Cartagena ha suministrado a Propilco, a través de su filial Comai encargada de operar el *splitter*, parte del PGR necesario para suplir sus necesidades de producción. Hasta 2013, el PGR suministrado fue producido por la antigua refinería, fecha en la cual se suspende la operación de la misma, reiniciándose la entrega a partir de 2016. Se resalta que, en el proceso de compra en 2008, tanto los expertos de Ecopetrol como Propilco revisaron sus planes de negocio y el estudio de adquisición determinó que la producción debería alcanzar las 900 mil toneladas para el año 2015 y que el suministro del 100% del propileno debía ser local, para alcanzar tales propósitos debían hacerse inversiones por USD982 millones (ver Cuadro 6).

**Cuadro 6**  
**Entregas de PGR de Reficar a Comai**  
**2007-2017**

Año	Cantidad (Kg)	Valor neto (\$)	Precio promedio (\$/Kg)
2007	9.322.700	22.406.564.635	2.403,4
2008	50.749.344	119.299.882.198	2.350,8
2009	63.032.240	98.418.463.184	1.561,4
2010	50.898.230	102.150.362.263	2.007,0
2011	54.462.750	142.478.859.158	2.616,1
2012	34.772.960	58.989.574.668	1.696,4
2013	33.246.150	79.765.461.886	2.399,2
2016	66.360.904	99.092.929.781	1.493,2
2017	32.777.450	60.619.841.970	1.849,4

<b>Total</b>	<b>395.622.728</b>	<b>783.221.939.743</b>	<b>1.979,7</b>
--------------	--------------------	------------------------	----------------

Fuente: Ecopetrol S.A.

En el año 2015, debido a la crisis generada en el sector petrolero se establecen nuevas estrategias de negocio para desarrollar el objeto social de Ecopetrol, cambiando la visión de una cadena de valor integrada con sinergias en su estructura, a una visión enfocada a priorizar las actividades de exploración y producción<sup>23</sup>, para lo cual se necesita asegurar recursos disponibles mediante la enajenación de activos no estratégicos, dentro de los cuales se encuentra la participación accionaria en Propilco S.A., por considerarse que este bien no hace parte del foco estratégico de negocio del grupo empresarial.

Sin embargo, lo anterior conlleva a reflexionar acerca de la manera como se definen, denominan y/o califican los activos de la empresa en "estratégicos" o "no estratégicos": sí dicho proceso procede según criterios y/o factores previamente determinados y establecidos o, por el contrario, obedece a una necesidad de disponer y facilitar un flujo de caja, dada una situación coyuntural del sector.

## **2.5. Desarrollo Propilco S.A.**

Propilco S.A., se constituye en el año 1989, con una participación accionaria del 50% del Grupo Sanford<sup>24</sup> y 50% de Petroquímica Colombiana S.A. (PETCO S.A.) con el objeto de producir y comercializar polipropileno, para lo cual inicia la construcción de la planta de

<sup>23</sup> Informe de Gestión Ecopetrol 2015. Pág. 21.

<sup>24</sup> Rodolfo Segovia Salas hasta 1990, viajó a Davos como Senador pero en representación del Grupo Sanford en la que fue Director de Inversiones.

fabricación en el Complejo Industrial de Mamonal en Cartagena<sup>25</sup>. La operación de la planta inicia en 1990, con tecnología *Unipol PP* ® (adquirida a Union Carbide Corporación y la Shell), y una capacidad inicial de 120.000 toneladas métricas por año. En este mismo año el Grupo Santo Domingo adquiere el 50% de las acciones de propiedad de PETCO.

Al año siguiente, con el objetivo de ampliar y diversificar su portafolio Propilco crea Comai Ltd (Compounding y Masterbatching Industry Ltda.), empresa dedicada a la producción de compuestos de PP, masterbatches<sup>26</sup> y aditivos de colores.

Posteriormente, como resultado del incremento en la demanda en el año 1996 se expande la capacidad de la planta en 20.000 toneladas métricas por año, y en 1999 se toma la decisión de invertir en una segunda unidad de producción que entra en operación en 2001, con tecnología *Novolen* ® y una capacidad de 180.000 toneladas métricas por año.

En septiembre de 2007 entra en operación la torre de purificación de propileno (*splitter*), con la cual Propilco garantizaba su

---

<sup>25</sup> Los principales gestores del Grupo Sanford son el colombiano Jimmy Mayer, Edmundo Esquenazi, la familia Di Capua y la familia mexicana Zapata. Asimismo, Jimmy Mayer, tuvo conexión con el fondo Bernard L. Madoff Investment Securities LLC Madoff. Desde 1998 hasta 2008, Orlando Cabrales Martínez fue Presidente de Propilco y posteriormente, en septiembre de 2009, fue nombrado por el Gobierno Nacional como presidente de Reficar S.A. desempeñando este cargo hasta 2012. Posteriormente actúa como representante legal Vicente Noero Arango hasta 2011. El periodo 2013 – 2016 fue presidido por Amaury de La Espriella y desde noviembre de 2016 es presidente de Reficar S.A.

<sup>26</sup> El masterbatch es un compuesto plástico que contiene una alta concentración de aditivos o pigmentos predispersos en una resina base como polipropileno o polietileno; y suministrado en forma de pellets.

abastecimiento hasta en un 30% con la materia prima suministrada por Ecopetrol, a través de las refinerías de Barrancabermeja y Cartagena, las cuales proveían el propileno grado refinería. Este hecho representó para la empresa una disminución de los costos administrativos y el crecimiento de los ingresos operacionales, lo que se reflejó en el aumento de la utilidad operacional y un mejoramiento del Ebitda<sup>27</sup> del 61,2% del mismo año respecto a 2006.

### **2.5.1. Resultados Propilco 2008 -2016.**

#### *2.5.1.1. Resultados Operativos.*

##### *Producción – mejoramiento de procesos -*

Como resultado de las inversiones del orden de los USD56 millones durante el periodo 2008-2015, se amplió en 25% la capacidad de producción, alcanzando las 500.000 toneladas anuales; y se incrementó en un 100% la capacidad del splitter al pasar de 150.000 a 300.000 toneladas anuales, a la espera de contar con la capacidad suficiente para recibir y convertir una mayor cantidad del propileno grado refinería proveniente de la Refinería de Cartagena, y devolviendo a ésta la corriente recuperada de propano (Cuadro 7).

---

<sup>27</sup> EBITDA, por sus siglas en inglés - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Mide la capacidad de una empresa de generar flujo de efectivo (Rentabilidad Operativa).

**Cuadro 7**  
**Inversiones para aumentar la producción de Propilco S.A.**

<b>Proyecto</b>	<b>Objeto</b>	<b>Fecha de activación</b>	<b>Costo</b> (millones de USD)
Fase 1 - Ampliación Planta 2 (Novolen)	Incrementar Capacidad 180 a 200 kta de PP	2008	10
Fase 2 Ampliación Planta 1 (Unipol)	Incrementar Capacidad 200 a 250 kta de PP	2009	17
Ampliación Planta 2 (Novolen)	Incrementar Capacidad 200 a 250 kta de PP	2010	13
Ampliación Splitter -COMAI	Incrementar Capacidad 150 a 300 kta de PGP	2015	16

Fuente: Presentación de Propilco S.A. a la CGR, el día 31 de octubre de 2016.

Así mismo, como resultado del desarrollo de la industria del plástico y de la necesidad de adaptarse a las exigencias del mercado y de sus clientes para ofertar servicio técnico y soluciones completas para la fabricación de productos moldeados y extraídos a partir del polipropileno (PP) se crea en 1991 la empresa Comai (Compounding y Masterbatching Industry Ltd.), dedicada a la producción de compuestos de PP, masterbatches<sup>28</sup> y aditivos de colores.

En este periodo, se aumentó la producción en un 15,6% al pasar de 383,9 mil toneladas a 443,7 mil toneladas de PP, al tiempo que sus ventas presentaron un crecimiento del 12,8% al pasar de 384,6 a 433,8 mil toneladas en el mismo periodo<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> El masterbatch es un compuesto plástico que contiene una alta concentración de aditivos o pigmentos predispersos en una resina base como polipropileno o polietileno; y suministrado en forma de pellets.

<sup>29</sup> Las inversiones realizadas, según lo reportado por Propilco S.A., han sido financiadas con recursos propios.

### *2.5.1.2. Resultados Financieros.*

Los ingresos operacionales de Propilco S.A. crecieron a una tasa del 5% en el periodo (2009-2016)<sup>30</sup>, crecimiento ligeramente inferior al 11% registrado entre los años 2004 a 2007. Esta comparación puede ser determinante al momento de evaluar una potencial decisión de venta de la empresa, no obstante, vale la pena destacar que en este mercado los ingresos no tienen un comportamiento regular por los mismos riesgos inherentes asociados a este negocio, dentro de los cuales se encuentra el precio y disponibilidad del propileno, lo que en ocasiones dificulta el ajuste de precios de los productos finales, afectando directamente la rentabilidad del ejercicio.

Los cambios en la reglamentación del comercio exterior y los efectos de tipo cambiario, también pudieron tener impacto sobre los resultados de la compañía. Un caso específico fue en el año 2008, cuando en cumplimiento de lo acordado por la Comunidad Andina de Naciones –CAN, se eliminó el arancel externo para el polipropileno por parte de Ecuador y Perú permitiendo que entraran al país productos transformados provenientes de estos países<sup>31</sup>. Adicionalmente, la

---

<sup>30</sup> Se estima que el cambio de valoración de los Ingresos Operacionales de Colgaap a las NIIF, no representa mayores impactos de una metodología a la otra. No ocurre lo mismo con la valoración de la Utilidad Neta ya que la estimación de los impuestos CREE, de Renta y Diferido hace que este valor para este caso mejore. Colgaap son los -Principios de Contabilidad de Aceptación General en Colombia- los cuales tuvieron aplicación hasta 2014 cuando las empresas debieron por mandato legal migrar y aplicar las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera), en especial en lo relacionado con la presentación de sus Estados Financieros.

<sup>31</sup> Informe de Gestión Propilco 2009, 2010 y 2011, (Pág. 2, Pág. 5, Pág. 5 y Pág. 5, respectivamente).



revaluación del peso frente al dólar resta competitividad a los clientes de la firma, reduciendo su demanda de productos.

Al adquirir la compañía en 2008, por parte de Ecopetrol, se hizo necesario establecer la forma de suministro del propileno y se observa que el precio y disponibilidad de este insumo está correlacionado con el comportamiento de la rentabilidad. Entre los años 2011 a 2014 se presentaron dos situaciones que afectaron los resultados de la compañía. En primera instancia, a nivel mundial se presentó una sobreoferta de polipropileno debido a la entrada en operación de plantas de este tipo, particularmente en países asiáticos, y por otra parte, los altos precios del petróleo y por ende de la materia prima, el propileno; no obstante, estos efectos se revierten en los años 2015 y 2016, cuando el escenario de precios internacionales del crudo cambia a la baja.

Así las cosas, el resultado de la rentabilidad operativa fue del 19%<sup>32</sup> explicada por un menor costo del propileno debido a la disminución en los precios del petróleo y el mayor uso de propano en el mercado norteamericano que elevó ampliamente la producción de este insumo, reduciendo la volatilidad del precio. También los buenos resultados están explicados por el entorno favorable en el continente en cuanto a competitividad frente a los países asiáticos, sumado al hecho de que el panorama político y económico fue propicio para mercados de

---

<sup>32</sup> Informe de Gestión Propilco S.A, Pág. 5.

exportación como Perú, Estados Unidos, México, República Dominicana y Argentina.

#### *2.5.1.2.1. Análisis Dupont*

Con el propósito de evaluar la efectividad de la operación de Propilco, se hará un análisis del retorno sobre el patrimonio en el periodo 2004-2016, por lo cual se debe tener presente, que entre 2004 y 2007, esta empresa era de naturaleza privada y que desde 2008 hasta este momento es propiedad de Ecopetrol S.A.

El análisis se efectuará a través de la fórmula ROE Dupont, que es una de las razones financieras de rentabilidad más importantes en el análisis del desempeño económico y operativo de una empresa, el cual muestra la rentabilidad exclusivamente sobre el capital invertido por los accionistas en la empresa.

Esta fórmula consta de tres partes: i) margen de utilidad operacional con el cual se determina qué tan productiva es la empresa, ii) El retorno de los activos que determina la eficiencia de la empresa al utilizar su infraestructura para generar ventas y iii) el multiplicador de capital el cual muestra cómo la empresa está utilizando la deuda.

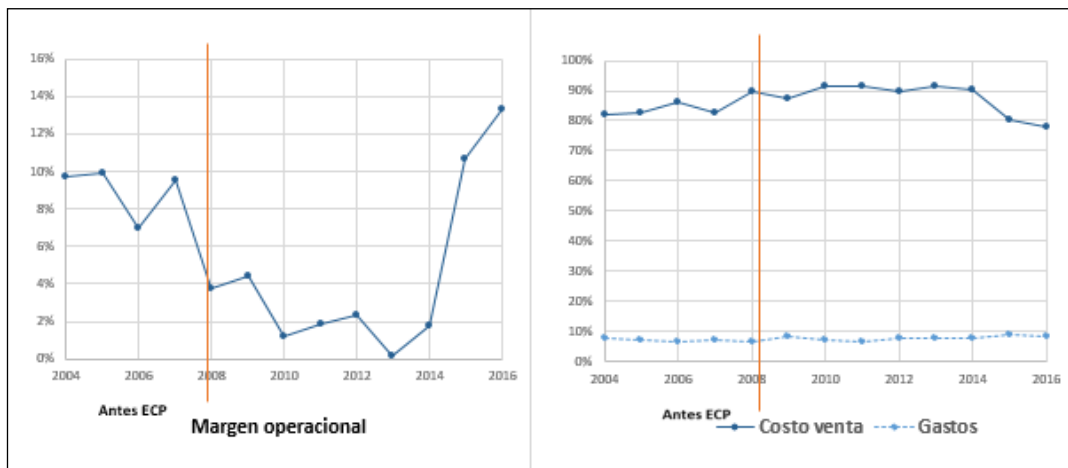
##### *2.5.1.2.1.1. Margen de Utilidad Operacional:*

El comportamiento promedio del margen operacional entre el 2004 y 2007 fue en promedio del 9% y del 2008 al 2016 fue del 4,4% en promedio, observándose en los años 2010 y 2013 sus puntos más bajos por los altos costos de ventas. Durante los dos últimos años (2015-

2016) este indicador presenta una mejora, lo cual puede deberse al aumento de ventas y la reducción de costos operacionales y gastos. La reducción de costos de ventas obedece a la sobreoferta de propileno y caída en su precio, destacándose, además, que la empresa aumentó la participación del propileno de origen nacional en el 2016, principalmente. En cuanto a los costos de venta estos presentan una tendencia constante en relación con los gastos totales, en promedio del 85% (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1.**

**Margen Operacional de la compañía 2004-2016**



Fuente: Estados Financieros Propilco S.A.

El 2016 es un año de grandes cifras para Ecopetrol S.A. como socio principal, obteniendo un margen operacional de 13,4%, cifra que es la más notable en todo el periodo (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2.**  
**Margen Operacional 2016.**



	Utilidad Operacional	1.901.828	Costo venta
Margen Operacional	254.015 -	Costo ventas	1.482.924
<b>13,4%</b>	/	1.647.813 +	Gastos Operacionales
	Ventas		164.889
valores en millones	1.901.828		

Fuente: Estados Financieros Propilco S.A. 2016.

#### 2.5.1.2.1.2. Retorno de los Activos (ROA).<sup>33</sup>

Para la vigencia 2016 los estados financieros de Propilco muestran un Retorno sobre los Activos Ventas/Activos de 108%, lo que sugiere una eficiente utilización de los activos ya que el valor de las ventas los supera en cuantía (Gráfico 3).

**Gráfico 3.**  
**Retorno sobre los Activos ROA 2016**

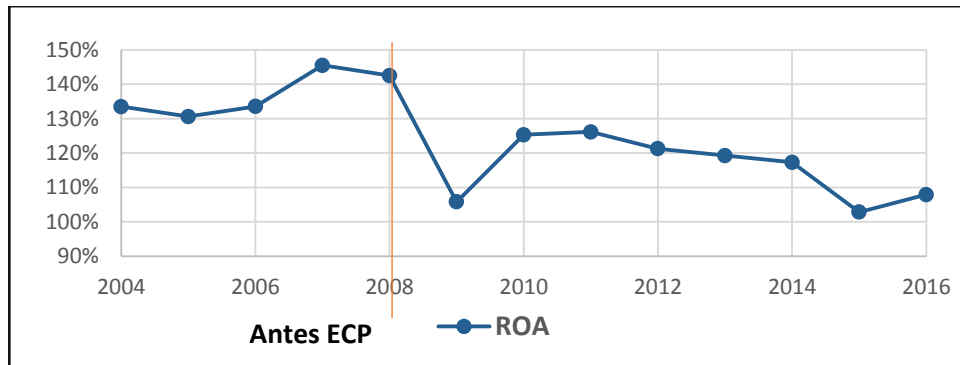
<b>Retorno sobre los Activos (ROA) 2016</b>	Ventas
<b>ROA</b>	1.901.828
108%	Activos
	1.762.503
valores en millones	

Fuente: Estados Financieros Propilco S.A.

Del 2004 al 2007, el promedio de este indicador era de 135,8%. A continuación se muestra la evolución del margen antes y después de Ecopetrol (Gráfico 4).

<sup>33</sup> Del inglés Return on Assets.

**Gráfico 4.**  
**Participación (%) de las ventas sobre los activos**

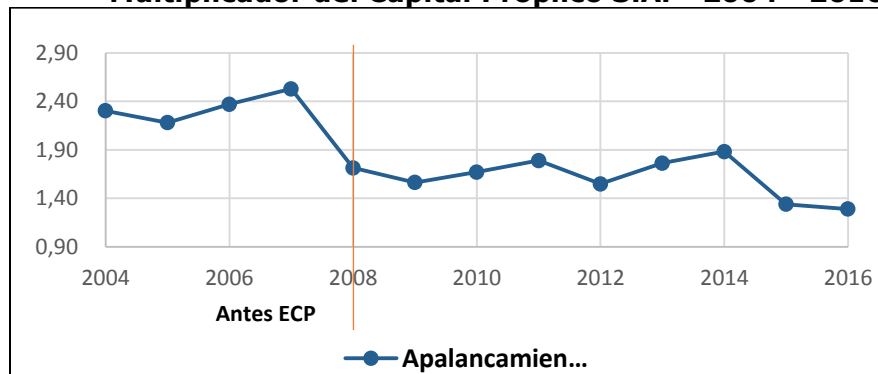


Fuente: Estados Financieros Propilco S.A. 2004-20165

*2.5.1.2.1.3. Multiplicador de capital.*

Entre el 2004 y el 2007, el promedio de este indicador era de 2,34. En el periodo analizado 2008-2016 el índice muestra una baja sensible debido a la paulatina sustitución de la deuda con terceros representada principalmente por deuda con los accionistas. Para la vigencia 2016 los estados financieros de Propilco muestran un multiplicador de capital o apalancamiento (Activos/Patrimonio) de 1,29, lo cual significa que el patrimonio de la empresa se encuentra representado principalmente en los activos. (Gráfico 5).

**Gráfico 5.**  
**Multiplicador del Capital Propilco S.A. - 2004 - 2016**



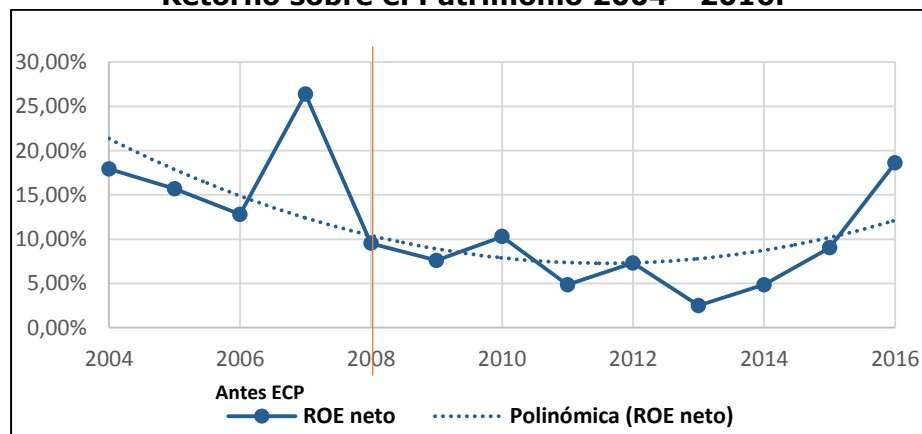
Fuente: Estados Financieros Propilco S.A.

#### 2.5.1.2.1.4. ROE Operacional Dupont:

Teniendo esto en cuenta, el cálculo del índice Dupont (Margen operacional 13,4%) X (retorno de activos 108%) X (Multiplicador de capital 1,29) da como resultado 18,6%. Esto quiere decir que el patrimonio de Propilco, el cual corresponde a una inversión realizada por Ecopetrol y sus filiales, está dando una rentabilidad del 18,6% en el 2016, esto causado principalmente por un buen margen operacional el cual ha mejorado en los dos últimos años gracias a la reducción de costo de venta. El 2016 es el año con el margen operacional más alto de los últimos nueve años.

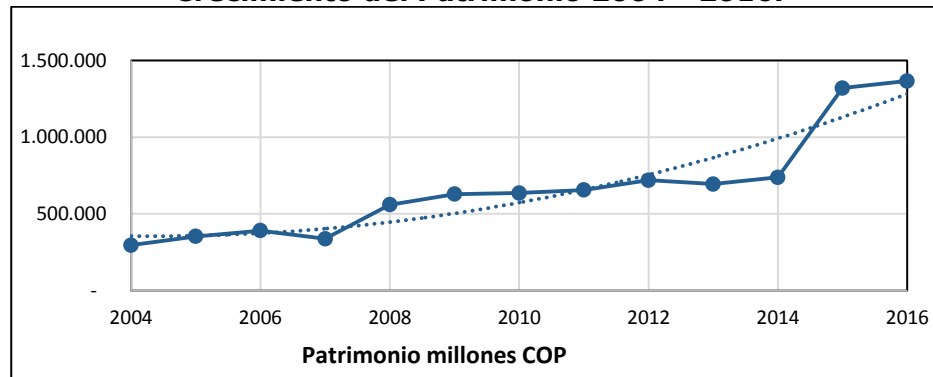
Del 2004 al 2007 -antes de que fuera comprado por Ecopetrol-, el promedio de este indicador era de 18,2%. En Gráfico 6 se puede observar la evolución de la tendencia que se dio con el cambio de propietarios y cómo hasta ahora parece que el retorno sobre la inversión mejora.

**Gráfico 6.**  
**Retorno sobre el Patrimonio 2004 - 2016.**



El promedio del retorno del patrimonio en los últimos nueve años es del 8% presentando un repunte importante en los últimos dos años, tanto así que si se excluyen del análisis este promedio cae al 6,7%. Paralelamente, el comportamiento del patrimonio también ha aumentado en los últimos dos años como se observa en el Gráfico 7<sup>34</sup>.

**Gráfico 7.  
Crecimiento del Patrimonio 2004 - 2016.**



Fuente: Estados Financieros Propilco S.A. 2004-2016

#### 2.5.1.2.1.5. Recuperación de la inversión

Para hacer un estimado de la rentabilidad que Propilco S.A. le ha retribuido a Ecopetrol S.A., se presenta el comportamiento de las inversiones<sup>35</sup> de los dividendos y de las utilidades en el Cuadro 8.

**Cuadro 8  
Retorno para las inversiones en producción**

<sup>34</sup> Debe recordarse que el cambio de método Colgaap al NIIF es parte responsable de este evento, por eso se agrega la línea de tendencia para demostrar que la participación del patrimonio siempre ha sido creciente.

<sup>35</sup> Los recursos para emprender las inversiones son de Propilco S.A., se asume que las utilidades que no se decretan como dividendos son recursos del dueño que son reinvertidos.

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

Año	Utilidades	Pagos de dividendos	Inversion	Inversiones en ampliación de las plantas	Impacto Inv en utiidad	Impacto Inv en dividendo	Impacto Inv en utiidad base 2008	Impacto Inv en dividendo base 2008	Dividendo/ utilidad
	Millones COP	Millones COP	Millones COP	USD					
2008	53.346	81.391	20.442	10.000.000			100%	100%	153%
2009	47.712	39.106	32.538	17.000.000	89,4%	48%	89%	48%	82%
2010	65.439	45.350	25.255	13.000.000	137,2%	116%	123%	56%	69%
2011	31.844	18.500	-		48,7%	41%	60%	23%	58%
2012	52.620	26.650	-		165,2%	144%	99%	33%	51%
2013	17.292	42.096	-		32,9%	158%	32%	52%	243%
2014	35.791	10.375	-		207,0%	25%	67%	13%	29%
2015	119.143	38.355	50.392	16.000.000	332,9%	370%	223%	47%	32%
2016	254.126	144.376	0		213,3%	376%	476%	177%	57%

Fuente: Estados Financieros Propilco 2008-2016

En cuanto a las inversiones realizadas, éstas empiezan a ser rentables a partir del año 2015. Los dividendos, por su parte, del 2009 al 2016 se tiene que el promedio de pago por dividendos correspondió al 78% de las utilidades, donde del 2010 al 2012 se distribuyen por debajo del promedio seguramente con el propósito de hacer reinversiones en la ampliación de la planta, pagan los excesos de dividendos retenidos en el 2013 y reducen este porcentaje nuevamente para los años 2014 y 2015, los cuales podrían haber tenido el propósito de reducir la inversión requerida.

Propilco S.A. ha estado haciendo inversiones para ampliar su capacidad de producción con el propósito de incrementar sus utilidades a futuro. Los años 2015 y 2016 han tenido las condiciones de mercado propicias para reflejar los buenos resultados que se aprecian en un incremento sustancial en el margen operacional, en las utilidades y en el retorno sobre el patrimonio.

#### 2.5.1.2.1.6. Periodo de retorno de la inversión:

Analizando el tiempo que demora Ecopetrol en recuperar la inversión a través de dividendos se obtienen los siguientes resultados



DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

(Cuadro 9): La inversión realizada en el 2008 se recupera en su totalidad con los dividendos recibidos en el 2009, la del 2009 con los dividendos del 2010. La inversión del 2010 es la que tiene mayor periodo de recuperación, ya que se necesitan los dividendos del 2011 más el 25% de los del 2012, y la inversión del 2015 se recupera en su totalidad con los dividendos del 2017.

**Cuadro 9**  
**Tiempo de Retorno para las inversiones en producción**

Año	Utilidades	Pagos de dividendos	Inversion	Inversiones en ampliación de las plantas	TRM	Recuperacion				Inversiones / Utilidades
	Millones COP	Millones COP	Millones COP	USD	Cierre de año	2008	2009	2010	2015	
2008	53.346	81.391	20.442	10.000.000	2.044					0,38
2009	47.712	39.106	32.538	17.000.000	1.914	-18.664				0,68
2010	65.439	45.350	25.255	13.000.000	1.943		-12.812			0,39
2011	31.844	18.500	-		1.768			6.755		-
2012	52.620	26.650	-					-19.895		-
2013	17.292	42.096	-							-
2014	35.791	10.375	-							-
2015	119.143	38.355	50.392	16.000.000	3.149					0,42
2016	254.126	144.376	0						-93.984	-

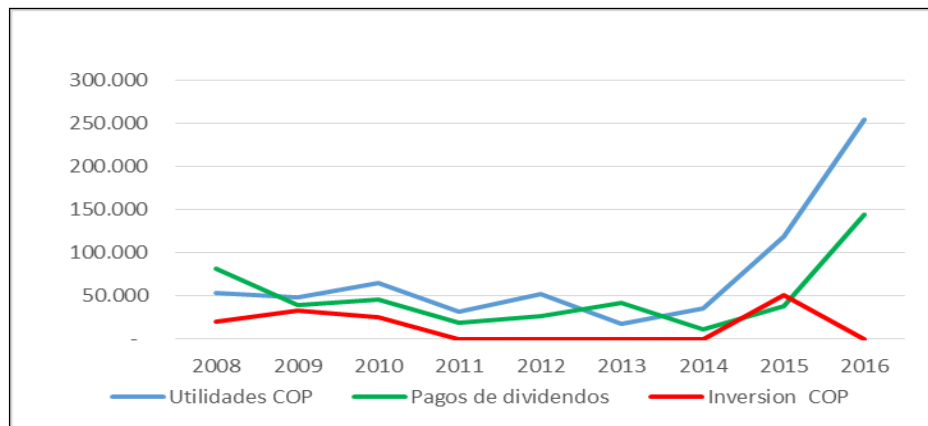
Fuente: Estados Financieros Propilco 2008-2016

*2.5.1.2.1.7. Comportamiento de los dividendos*

El comportamiento tanto de dividendos, utilidades e inversión se mantuvieron relativamente constantes durante el periodo 2008-2014; llama si la atención que en el 2008 el pago de dividendos haya sido superior a la utilidad percibida. En los dos últimos años, 2015 a 2016, tanto las utilidades como el pago de dividendos aumentaron significativamente comparado con el resultado de 2014. En el caso de las utilidades estas aumentaron más de 4,6 veces al pasar de \$119.14 millones en 2014 a \$677.31 millones en 2016.

Durante los dos últimos años, 2015-2016, el nivel de inversión aumento 4,5 veces al pasar de \$47,9 mil millones en 2014 a los \$254,1 mil millones en 2016; consecuentemente con lo anterior el pago de dividendos presenta un incremento sustancial en este mismo periodo, al pasar de \$10,4 mil millones en 2014 a \$90 mil millones en 2016. Por su parte el nivel de inversión se mantuvo constante entre 2008 y 2010, debido principalmente a los proyectos de ampliación de la capacidad de producción, siendo nula entre 2011 a 2014. En 2015 se reactiva el nivel de inversión, alrededor de \$50 mil millones, de los cuales \$32,6 mil millones corresponden a inversiones en fondos fiduciarios, y el monto restante a proyectos de mejora de unidades y procesos de producción. Ver Gráfico 8.

**Gráfico 8.**  
**Propilco, Dividendos, Utilidades e Inversiones (millones de pesos)**



Fuente: Estados Financieros Propilco 2008-2016

#### 2.5.1.2.2. Ebitda

El Ebitda (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations) es un indicador de carácter financiero que hace

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

referencia a la capacidad de una compañía de generar utilidades derivadas directamente de su objeto social, sin hacer erogaciones por concepto de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Este flujo de caja que produce la empresa sirve para financiar las actividades, operación e inversión<sup>36</sup>. A través del Ebitda se pueden calcular los Múltiplos Ebitda, medición que tiene varios usos pero que en esta ocasión se utilizarán para establecer por cuantas veces de este valor se vende la empresa, teniendo en cuenta su capacidad de generar ingresos.

Como se observa en el Cuadro 10, en el año 2008 Propilco S.A. tuvo un Ebitda aproximado a los \$88.761 millones y fue obtenida por Ecopetrol S.A. en \$1,601 billones de pesos de 2008, eso quiere decir que pagó 18,04 el Ebitda generado en ese año.

**Cuadro 10**  
**Cálculo Ebitda 2008 – 20016**

	COLGAAP							NIIF	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>EBITDA*</b>									
(millones de Pesos)	88.761	82.969	58.746	76.862	84.440	40.468	113.690	278.364	581.451
<b>MÚLTIPLOS EBITDA*</b>	18,0								3,5

\* Estimador a partir de los Estados Financieros

\*\*Para calcular el múltiplo de 2008, se utilizó la TRM promedio para el mes de abril de ese año cuando se hizo oficial la compra de Propilco y para calcular el múltiplo de 2016, se empleó la TRM promedio del mes de junio de este año.

Aceptando que la venta de Propilco S.A. como una decisión estratégica, por no ser considerada actualmente como parte del foco del negocio y como una necesidad para obtener recursos para financiar otras inversiones más rentables (pero de mayor riesgo), para la CGR es claro que ninguna de las dos premisas justificaría que la empresa sea

<sup>36</sup> La metodología de estimación de los impuestos CREE, de Renta y Diferido cambia si se emplea Colgaap o NIIF. Por valoración NIIF hace que el Ebitda mejore notablemente.

venta en condiciones desventajosas para Ecopetrol, ejerciendo la mala práctica corporativa, amparada en factores coyunturales, de comprar caro en la época de bonanza y vender barato en la época de crisis.

No se puede desconocer que Propilco ha tenido un buen desempeño en los dos últimos años y que ahora cuenta con parte de la materia prima, siempre y cuando Reficar S.A. disponga también de sus insumos para surtirla que requiere para su operación y para maniobrar de forma más holgada sus costos operacionales. Así, en 2016, la generación de caja mejoró notablemente y se resalta en el informe de gestión que la operación de la compañía generó excedentes que le permitieron el pago total de sus obligaciones financieras<sup>37</sup>. Es claro que esta mejora en el flujo de caja debe verse reflejado en el precio base definido para la subasta.

#### *2.5.1.3. Resultados Gestión.*

##### *Comerciales – ventas*

A partir de 2014, Propilco S.A. como parte de la estrategia corporativa, migra a Esenttia by Propilco, como marca registrada, siendo una sociedad anónima de economía mixta, 100% colombiana. Actualmente, es el segundo exportador del país y el tercer productor de polipropileno en Latinoamérica, por debajo de Braskem (Brasil con 2.130 KTA) y de Indelpro (México con 570 KTA); es una de las 50 compañías de mayores ventas en Colombia, de las cuales el 46% están orientadas al consumo doméstico donde posee más de 1.000 clientes, y el 54%

---

<sup>37</sup> Informe de Gestión de Propilco 2016. Pág. 10.

restante tiene destino a más de 22 países y 400 clientes, lo que lo convierte en el mayor exportador de bienes manufacturados en el país.<sup>38</sup>

Esta estrategia comercial le ha permitido agrupar a sus actuales y potenciales clientes por zonas geográficas, según una diferenciación de mercado basada en una segmentación de acuerdo a la propuesta de valor ofrecida a cada grupo, que responde a dos variables: el nivel de sofisticación y el potencial de crecimiento de cada cliente. Ello le garantiza proveer oferta de producto y asistencia técnica especializada bajo un modelo de atención directa, que es replicable a otros mercados, tal como en Perú y Ecuador a través de distribuidores (Gráfico 9).

**Gráfico 9.**  
**Modelo de Segmentación del Mercado de Esenttia –**  
**Caracterización de Clientes**



Fuente: Esenttia S.A.

<sup>38</sup> Esenttia by Propilco, 2015. Informe de sostenibilidad 2015. Recuperado de: <https://www.esenttia.co/INFORME%202015.pdf>

En resumen, Esenttia (Propilco) no solo produce polipropileno sino que además ha apostado a la producción de compuestos a partir de PP, a través de Esenttia MB (Comai) donde la innovación e investigación han contribuido significativamente en el crecimiento de su capacidad de producción al pasar de 10.000 Ton/año en el 2006 a 30.000 Ton/año en 2015, aportando a la rentabilidad y competitividad de la empresa. Por ejemplo, durante 2013 a 2015 su contribución en ventas fue en promedio superior al 11%.

## **2.6. Aporte de Propilco a los Ingresos operacionales de Ecopetrol.**

Los ingresos operacionales de Ecopetrol, en el periodo 2006-2008, están catalogados en más del 60% como Ventas Nacionales, Cuadro 11. En este mercado, los productos que generaron mayores ingresos en el periodo fueron, en orden descendente, los Destilados Medios, Gasolinas, Servicios, GLP y gases. En 2007 y 2008 se hizo muy importante la venta local de crudo para satisfacer las necesidades internas de su transformación en productos con valor agregado. Así mismo, los productos comercializados en el exterior eran el crudo y el combustóleo. Cabe aclarar que en esos tres años los ingresos de Ecopetrol tuvieron un crecimiento del 34%, en promedio, explicado en los atractivos precios del petróleo en ese periodo y aun cuando en el segundo semestre de 2008 el precio tuvo una caída a USD41 en diciembre, en el primer semestre registró valores cercanos a los USD132 por barril.

**Cuadro 11**  
**Ventas de Ecopetrol (2006-2008).**  
(Millones de USD)

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

Localización	Vtas Nacionales	Vtas al Exterior	Vtas Nacionales	Vtas al Exterior	Vtas Nacionales	Vtas al Exterior
	2006		2007		2008	
<b>Ingresos por productos</b>						
Destilados medios	4.867,00	-	4.889,37	-	5.914,63	-
Gasolinas	3.468,00	625,03	3.346,00	269,25	3.644,35	186,20
Crudo	29,83	2.895,92	3.004,00	4.159,64	4.774,40	8.690,66
Combustóleo	-	2.256,06	-	1.560,40	-	2.093,01
Naftas	-	807,44	-	244,39	-	2,69
Turbosina	-	372,01	-	71,38	-	-
Gases	717,88	-	660,17	-	901,41	313,35
GLP	545,96	-	604,75	-	612,77	-
Servicios	794,56	-	821,20	-	921,65	-
Asfaltos	-	-	-	-	390,54	-
Diesel	-	-	-	-	-	246,16
Otros productos	876,33	133,50	898,47	11,01	946,12	40,92
Subsidios al ACPM y a las gasolinas	-	-	1.778,05	-	3.070,48	-
<b>Total</b>	<b>11.299,56</b>	<b>7.089,96</b>	<b>16.002,01</b>	<b>6.316,07</b>	<b>21.176,35</b>	<b>11.572,99</b>

Fuente: Informes de Gestión Ecopetrol (2006-2008).

Una vez culminada la adquisición de Ecopetrol y ya incorporando los ingresos de Propilco S.A., los resultados operacionales de la subsidiaria aportaron en promedio el 3% de los ingresos de la compañía para el periodo 2008-2016, comportamiento que se muestra en el Cuadro 12. Cabe destacar que en 2015, con un precio promedio del barril de petróleo de USD51, los ingresos operacionales de Propilco crecieron un 11,6% respecto del 2014, cuando el precio del crudo se promedió en USD96 por barril.

**Cuadro 12**  
**Ingresos de la principal y subordinada (2008-2016)**  
**(Cifras en millones de pesos)**

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

	COLGAAP							NIIF	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Total Vtas Ecopetrol S.A. (Ingresos Operacionales)	33.896,7	30.404,4	41.968,3	56.456,1	59.487,1	62.564,2	58.113,2	52.091,2	47.732,4
Total Vtas Propilco S.A. (Ingresos Operacionales)	1.367,4	1.040,7	1.331,3	1.481,7	1.352,3	1.460,0	1.630,6	1.819,6	1.901,8
Precio Promedio Petróleo (USD)	97	62	79	104	105	104	96	51	43
Ingresos Propilco / Ingresos Ecopetrol	4,0%	3,4%	3,2%	2,6%	2,3%	2,3%	2,8%	3,5%	4,0%

Fuente: Informes de Gestión Ecopetrol y Propilco (2008-2016)

### 3. El Proceso de enajenación

La compra de Propilco S.A. por parte del Grupo Empresarial de Ecopetrol S.A. no solo puede calificarse como una maniobra corporativa de la petrolera para diversificar sus negocios, sino que puede valorarse como estrategia del Gobierno Nacional para promover el sector petroquímico como una industria intensiva en la generación de empleo y aumentar la competitividad en dicho sector<sup>39</sup>.

La decisión de compra gestada desde septiembre de 2007 se hace más atractiva cuando se culmina la construcción y puesta en marcha del *splitter*. Como Ecopetrol comenzó a proveer directamente a Propilco de materia prima se observó la posibilidad de la generación de sinergias a partir de una integración vertical de las dos empresas, permitiendo por una parte, que Ecopetrol expandiera su operación al incursionar en el negocio petroquímico, mientras que Propilco se beneficiaba al reducir sus costos de producción con la adquisición directa de propileno, al

<sup>39</sup> BRC Investor Services S.A., 2008. Acta de comité técnico No: 85. Fecha de comité técnico: 28 de marzo de 2008. Recuperado en: [http://www.brc.com.co/archivos/COR-F005\\_IV07\\_BO\\_PROPILCO\\_RE08.pdf](http://www.brc.com.co/archivos/COR-F005_IV07_BO_PROPILCO_RE08.pdf)



tiempo que disminuía su dependencia frente a sus proveedores extranjeros<sup>40</sup>.

Sin embargo, en la práctica el suministro de materia prima, propileno grado refinería, de la Refinería de Cartagena a Propilco no significó un favorecimiento de precio, como se observa en Cuadro 13.

**Cuadro 13**  
**Compras Propileno 2007-2015**

AÑO	Importado			Nacional			Margen Precio (Nac.- Imp.)
	Ton	Valor P. Imp. (millones \$)	Precio (\$ millones) /Ton	Ton	Valor P. Nal. (millones \$)	Precio (\$millones) /Ton	
<b>2007</b>	367.544	829.181	2.256	8.301	19.325	2.328	3,2%
<b>2008</b>	289.249	763.212	2.639	82.259	220.779	2.684	1,7%
<b>2009</b>	267.749	480.396	1.794	118.695	211.552	1.782	-0,7%
<b>2010</b>	284.136	716.864	2.523	118.750	300.245	2.528	0,2%
<b>2011</b>	269.447	795.576	2.953	106.600	327.520	3.072	4,1%
<b>2012</b>	293.046	663.076	2.263	116.600	271.483	2.328	2,9%
<b>2013</b>	317.248	850.634	2.681	79.750	233.411	2.927	9,2%
<b>2014</b>	308.795	917.864	2.972	85.599	261.807	3.059	2,9%
<b>2015</b>	361.761	838.687	2.318	71.073	183.969	2.588	11,7%

Fuente: Ecopetrol S.A.

Como se referenció anteriormente, la compra no solo comprometió los recursos de adquisición, sino la planeación de la logística para proporcionar a la nueva subsidiaria la materia prima que era importada, lo cual aumentaba costos y comprometía la disponibilidad. En este sentido y a la par de definir el diseño para la modernización de la Refinería de Cartagena, se determinó fortalecer la incursión de Ecopetrol

<sup>40</sup> Ibídem

en la industria petroquímica consolidando a Propilco con la planta de oleofinas de 40 KPBD, para generar excedentes por cuenta de la producción de polipropileno.

Para lograr materializar este proyecto, Reficar S.A. en su junta directiva del 24 de mayo de 2011 aprueba una configuración con incremento para producción de propileno con un costo adicional total del proyecto de USD216,5 millones, de los cuales se reservaron USD133,5 millones a la producción de propileno. Cabe resaltar que en su momento las inversiones realizadas se denominaban Inversiones en Activos Estratégicos. En la actualidad y pese a la demora en su culminación, la modernización de la Refinería de Cartagena es una realidad junto con la disponibilidad de la materia prima para Propilco S.A.

Pese a las inversiones previas, la actual administración de Ecopetrol cambia la visión de negocio de la empresa y equipara la venta de un activo, que es parte del negocio, con la realización de inversiones de portafolio como lo son la venta de acciones de Empresa de Energía de Bogotá y la venta de acciones en ISA, ejecutadas recientemente.

En el Proyecto de Decreto mediante el cual se aprueba el Programa de Enajenación de las acciones que Ecopetrol tiene directa e indirectamente en Polipropileno del Caribe S.A. conforme con lo establecido por el artículo 7º y el artículo 10º de la Ley 226 de 1995, la administración de Ecopetrol manifiesta que su estrategia 2015-2020 se *enfoca en los negocios de exploración y producción de petróleo y gas, por lo que la enajenación de Propilco hace parte de la ejecución de dicha estrategia, al poder aportar recursos al plan de crecimiento de*

*Ecopetrol y al limitar las inversiones en el segmento petroquímico, propendiendo por inversiones en negocios foco que ofrezcan mayor rentabilidad”.*

En esa medida los recursos provenientes de estas desinversiones podrán ser reinyectados a la compañía en los segmentos que ofrecen mayor rentabilidad para Ecopetrol como son exploración y producción.

### **3.1. Contexto regional**

Para tener una referencia en torno a la producción de polipropileno en América Latina, se presentan en Cuadro 14, a manera de resumen, los esquemas empresariales desarrollados en diferentes países para tal propósito; señalando que en varios de ellos (Argentina, Brasil, Chile) el inicio de la industria petroquímica contó con la participación estatal y que con el paso de los años la misma se ha transferido al sector privado, sin que se pueda derivar de esta decisión una conclusión determinante acerca de su conveniencia o no. Lo cierto es que, tras la adquisición accionaria por parte de agentes privados de empresas petroquímicas, y en particular de PP, sus planes y proyectos de inversión, para expansión de capacidad de producción y mejoramiento de proceso, siguen adelante a pesar de la crisis del precio internacional del crudo, lo que confirma su carácter anticíclico y la creciente demanda mundial de este compuesto dada sus características y versatilidad de aplicación frente a otros polímeros.

Así mismo, la evolución de los esquemas empresariales en el sector petroquímico contempla desde la participación pública total, generalmente a través de las petroleras estatales, pasando por

esquemas de participación mixta, hasta la participación de carácter netamente privado. Particularmente en el caso de la industria del polipropileno en los países latinoamericanos, se observa que existe como común denominador el ubicar las plantas de producción cerca de las fuentes proveedoras de materia prima, bien se trate de refinerías o de explotación de gas, con el fin de asegurar prioritariamente su disponibilidad y la disminución de costos.

### Cuadro 14. Esquemas Empresariales para la producción de Polipropileno en América Latina

País	Petroquímica	Participación Accionaria	Capacidad de producción (Ton / año)	Proveedor de materia prima (Propileno - PP)
<b>Chile</b>	Petroquim (1999)	<p><b>Ipiranga Petroquímica S.A. IPQ</b> (33,4%), es uno de los principales grupos económicos privados de Brasil. En 2004 vende su participación a la chilena <b>Petroquímica San Julio</b></p> <p><b>Petroquímica San Julio S.A.</b> (43,4% a 76,8%), es una empresa de inversiones privada familiar</p> <p><b>Empresa Nacional de Petróleos (ENAP)</b> (7,5%), es una entidad pública orientada a la exploración, extracción, refinamiento, transporte, almacenamiento y distribución de combustibles</p> <p><b>Petrox S.A.</b> (7,5%), es una empresa del holding ENAP</p> <p><b>Inversiones Lengua S.A.</b> (8,2%), es una empresa de inversiones formada por los trabajadores de Petrox S.A.</p>	120.000 ton/año. Licencia de LyondellBasell Polyolefins - tecnología Spheripol®,	ENAP - Refinerías
<b>Argentina</b>	<p>Petroquímica Cuyo (Luján de Cuyo provincia de Mendoza) 1989</p> <p>Petroken Ensenada, B.A 1992</p>	<p><b>Grupo Inversor Petroquímico (GIP)</b> (92%) - grupo industrial brasilero, Kelvin Corpy (8%)</p> <p><b>Grupo Inversor Petroquímico</b> (100%)</p>	<p>130.000 ton/año - tecnología Novolen (Polimerización en fase gas), licenciada por Lummus Novolen Technology GmbH, empresa del grupo CBI (Chicago Bridge &amp; Iron).</p> <p>180.000 ton/año</p>	<p>Refinería de Luján de Cuyo (Repsol-YPF), situada frente a la planta y, complementariamente, desde otras refinerías y polos petroquímicos nacionales y materia prima provista por Petrobras</p> <p>Refinería YPY (Yacimientos Petrolíferos Fiscales)</p>
<b>Brasil</b>	<p>Braskem - Plantas de PP:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Mauá (Sao Paulo)</li> <li>· Paulínia Sao Paulo)</li> <li>· Camaçari (Bahia)</li> <li>· Duque de Caxias (Río de Janeiro)</li> <li>· Triunfo (Río Grande do Sul)</li> </ul>	<b>Odebrecht</b> (50,1%), <b>Petrobras</b> (47,0%), <b>Otros</b> (2,9%)	2,5 millones ton/año	Braskem - Petrobras. Las plantas de petroquímica básica son responsables del suministro de etileno y propileno a las plantas de polímeros situadas en las cercanías.
<b>México</b>	Indelpro (1992, Altamira - Tamaulipas)	<b>Indelpro</b> , empresa de Alpek - Grupo Petroquímico de Alfa - Socio <b>Basell Polyolefins Inc.</b>	Dos líneas de producción: Línea 1: 240.000 ton/año anuales; Línea 2: 350.000 ton/año	Pemex es el principal proveedor de gas licuado de Indelpro para la producción de polipropileno.
<b>Colombia*</b>	Propilco S.A. (Esenttia) (2014)	<b>Grupo Empresarial Ecopetrol</b> (filiales y subsidiarias) 100%.	Dos (2) plantas: una (1) con tecnología Unipol (1990) y otra con tecnología Novolen (2001); Ecopetrol - Refinería de Cartagena mediante capacidad de producción total 500.00000 ton/año; Contrato de suministro abastece el 40%; una (1) planta de masterbatch, con 11 líneas de Importación 60% producción y una capacidad de 31.000 ton/ año	

Fuentes: <http://www.ssecoconsulting.com/industria-petroquiacutemica-en-ameacutericalatina.html> -

<http://www.ciqyp.org.ar/Portals/0/noticias/2014/09%20sep/La%20Industria%20Petroqu%C3%ADmica%20Argentina%20.pdf> -

[http://rao.braskem.com/wp-content/uploads/2015/08/braskem\\_RA\\_2014\\_ES.pdf](http://rao.braskem.com/wp-content/uploads/2015/08/braskem_RA_2014_ES.pdf) -

<http://www.aistac.mx/socios/petroquimicos/indelpro/>

### **3.2. Prospectiva Empresarial - Escenarios sobre la decisión de venta de Propilco - Comai (Esenttia).**

La estrategia corporativa del Grupo Empresarial Ecopetrol (GE) a 2020 está fundamentada en tres pilares: la protección de caja, que busca obtener ahorros y mejorar eficiencia en costos; el crecimiento rentable de reservas y producción “barriles eficientes” y la maximización de eficiencias en transporte y refinación; y la estricta disciplina financiera orientada a inversiones con alta rentabilidad, deuda moderada y la desinversión de activos no estratégicos, todo ello dentro el marco del programa de transformación empresarial.<sup>41</sup>

En virtud de lo anterior, el GE establece que su foco estratégico de negocio 2015-2020, con respectiva actualización 2017-2020, estará centrado en las actividades de exploración y producción de petróleo y gas, priorizando la inversión en proyectos que maximicen rentabilidad y sostenibilidad, a la par que busca obtener un flujo de caja mediante un programa de enajenación de activos no estratégicos para su financiamiento, entre los que se encuentra Propilco.

Con estas medidas el GE, pretende alcanzar niveles de productividad, rentabilidad y sostenibilidad que le permitan afrontar la compleja coyuntura internacional por la que atraviesa el sector. Entre las metas cabe destacar las siguientes:

---

<sup>41</sup> Ecopetrol, 2015. Boletines 2015, publicado 26705/2016. Recuperado: Inicio > Nuestra Empresa > Sala de Prensa > Boletines de Prensa > Boletines 2015 > Contenido

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SECTORIALES

- Incrementar la producción anual entre 1% y 2%, de manera que en 2010 se supere los 870 mil barriles diarios equivalentes.
- Lograr un Ebitda por barril superior a US\$39, en un escenario de precio de crudo Brent entre los US\$70 a US\$ 80 por barril.
- Incorporar hasta 2020 reservas probadas de 1.700 millones de barriles de petróleo.

Dentro de este marco de referencia, el 27 de enero de 2016 la JD aprueba la enajenación accionaria de Propilco<sup>42</sup>, decisión que fue ratificada en el transcurso del mes de febrero por las juntas directivas de las empresas filiales y subsidiarias. Posteriormente, el Programa de Enajenación es entregado al Consejo de Ministros para su estudio y consideración, y este organismo, en sesión del 13 de junio de 2016, emite concepto favorable sobre las condiciones del mismo. Dicho documento incluye el precio por acción para su enajenación, conforme con lo establecido en los artículos 7, 10 y 11 de la Ley 226 de 1995. Finalmente, se remite al Gobierno, de acuerdo con las disposiciones contenidas en el artículo 8 de la Ley 226 de 1995, para que expida el decreto mediante el cual se aprueba el Programa de Enajenación de las acciones que Ecopetrol tiene directa e indirectamente en Polipropileno del Caribe S.A. y se ponga en marcha dicho proceso.

Bajo este panorama, la CGR presenta, a manera de prospectiva, un análisis de los tres (3) escenarios probables, derivados de la decisión

---

<sup>42</sup> Los miembros principales de junta directiva de época eran Juan Carlos Echeverry, Tomás González Estrada (Ministro de Minas y Energía), Simón Gaviria Muñoz (Director del DNP), Jorge Pinzón Sánchez, Carlos Alfredo Cure Cure, Joaquín Moreno Uribe, Luis Fernando Ramírez Acuña, Roberto Steiner Sampedro y Horacio Ferreira Rueda.

de venta de Propilco, y sus posibles efectos sobre cada uno de los actores que intervienen en la misma: la Nación, el GE y Propilco, con el propósito de aportar elementos al debate de control político y de control social en torno al tema.

### ***3.2.1. Escenario 1: Continuidad en el Grupo Empresarial.***

La ocurrencia de este escenario es probable en la medida que no obstante de contar el Programa de Enajenación con el visto bueno del Consejo de Ministros, el Gobierno Nacional decida no expedir el respectivo decreto de aprobación, lo cual supondría un aplazamiento o suspensión, cuando menos temporal, de la decisión de venta.

Los ingresos operacionales de Propilco S.A. representan el 3% del Grupo Empresarial Ecopetrol S.A., pero los aportes de las empresas subsidiarias y filiales que desarrollan actividades con características anticíclicas al precio del petróleo disminuyen y diversifican el riesgo de exposición a los comportamientos del mismo en los mercados internacionales. Adicionalmente, le permite al grupo empresarial participar en negocios de valor agregado, donde priman la innovación y la especialización, aportando a la competitividad y productividad de un sector estratégico para el país.

En cuanto a gobernabilidad, se debe resaltar que la marca Esenttia es el fabricante de compuestos de polipropileno y *masterbatches* más grande del país y tercera de América Latina, en un negocio de gran dinamismo y competencia en el mundo, por lo tanto, la innovación es necesaria para mantener el posicionamiento y penetración de mercado. En este sentido, el modelo de gobernabilidad de Ecopetrol puede afectar



a futuro la administración de la empresa, dado que limita la toma de decisiones estratégicas de la subsidiaria, supeditando esta última a instancias superiores de la principal restringiendo la capacidad y movilidad de recursos para una adecuada y rápida toma de decisiones acordes con la naturaleza y competitividad que presenta este tipo de negocio.

Igualmente, se debe considerar que el impacto que tendría la no venta de la participación accionaria del GE en Propilco, sobre el plan de financiamiento de inversiones 2017-2020, sería marginal teniendo en cuenta que los recursos que se espera recibir por este concepto representan tan sólo entre el 5,3% y 5,8%<sup>43</sup> del total del valor del mismo, y aunque su ejecución está destinada al desarrollo de proyectos en actividades de mayor rentabilidad, también es cierto que las mismas tienen un mayor riesgo de éxito. Dichos recursos podrían ser obtenidos mediante otra alternativa financiera que no implique prescindir de un activo que además de tener una solidez y autonomía económica y operacional, conllevó un esfuerzo empresarial para su mejoramiento ligado al desarrollo del proyecto de modernización de la Refinería de Cartagena, considerado en su momento como estratégico y que significó un cambio en el diseño para producción de propileno.

Adicionalmente, en este escenario se mantendría el control sobre un activo productivo, cuya denominación de *no estratégico* está supeditada a condiciones cambiantes del entorno del negocio en el mediano y largo plazo y no a la arquitectura del mismo. En tal sentido,

---

<sup>43</sup> Calculado sobre un rango de valor de venta entre US\$ 690 y US\$750.

la enajenación de activos productivos, económica y operacionalmente, contribuye a limitar el objeto social de Ecopetrol y a la reprimarización de la empresa insigne del estado y de la economía nacional, reorientada y priorizada al negocio de *commodities*, situación no deseable para un país que quiere avanzar en competitividad y productividad, dejando, a su vez, en manos de agentes privados activos anti-cíclicos que pueden generar recursos al Estado en épocas de bajos ingresos, en particular aquellos relacionados con cadenas productivas estratégicas para su desarrollo y crecimiento.

Es una tendencia la de vender activos estratégicos que han servido para cumplir objetivos de política pública y que parecieran obedecer a necesidades de corto plazo y con alto grado de incertidumbre. En este escenario y analizando la estrategia corporativa, las filiales y subsidiarias dedicadas a los segmentos de transporte y logística, refinación, biocombustibles y biodiesel son susceptibles de ser cobijados con este criterio de política de enajenación de activos no estratégicos.

Entendiendo que el cambio de estrategia empresarial obedece a un análisis de mediano plazo donde se espera que las condiciones de mercado cambien favorablemente en torno al precio del crudo, y que al momento de presentarse este escenario el país debe estar preparado para afrontar y aprovechar sus retos y beneficios, requiere prioritariamente que se apueste a aumentar los proyectos en actividades de exploración con el fin de encontrar nuevos hallazgos y mejorar con ello su nivel de reservas y de producción. No obstante, ello no implica que lo deba realizar con cargo al descreme de las líneas de

negocio de Ecopetrol, que le permiten a la empresa incursionar en otras actividades rentables y estratégicas de la cadena productiva.

Propilco representa una inversión en un sector estratégico de la economía nacional. El argumento de que su venta es indispensable es discutible ya que es un activo que, aunque genera un margen de rentabilidad pequeño, las perspectivas del mercado del polipropileno y *masterbatch* son favorables, principalmente en el periodo 2017-2021. Aun cuando las actividades de exploración y producción de petróleo representan el mayor aporte de ingresos para Ecopetrol, no se debe desconocer que los mercados de *commodities* están expuestos a ciclos económicos, lo cual aunado al hecho de que la empresa no es un jugador relevante a nivel mundial compromete su rentabilidad.

### **3.2.2. Escenario 2: Enajenación.**

Este escenario se activará una vez el Gobierno Nacional expida el respectivo decreto mediante el cual aprueba la enajenación accionaria de Propilco y establezca los lineamientos generales para la expedición de los reglamentos de enajenación y adjudicación, de conformidad con la Ley 226 de 1995.

La rentabilidad de Propilco S.A. se ha visto afectada a lo largo del periodo por las circunstancias endógenas al mercado, tanto de su principal insumo como al mercado en el que es oferente. Sin embargo, durante los dos últimos años se ha observado una mejora de sus indicadores ROA y ROE, lo cual indica que se han aprovechado más eficientemente los activos y se le ha retribuido mejor a los propietarios. Si la decisión es enajenar el activo, se debe pretender que estas

mejoras se incorporen al modelo de valoración para fijar un mejor precio base para su venta.

La razón de la venta de Propilco S.A. claramente expuesta, por la Dirección Empresarial, como una necesidad de flujo de caja para el fortalecimiento de lo que se consideran las actividades del núcleo del negocio de Ecopetrol S.A., exploración y producción, es un argumento cuestionable. Según lo expuesto en el plan estratégico los recursos necesarios para emprender nuevos proyectos asciende a USD13.000 millones; la venta de Propilco representaría ingresos por al menos USD690 millones de dólares<sup>44</sup>, captados para el desarrollo del plan de inversión 2015-2020.

### ***3.2.3. Enajenación parcial***

Un tercer escenario a considerar podría ser el de la venta parcial de la participación accionaria, el cual supondría el mantener por lo menos el 51% de la participación accionaria en poder de Ecopetrol S.A., con el propósito de no desligar el direccionamiento de la empresa del control estratégico del Grupo Empresarial, brindando un compás de espera a la evolución del entorno internacional, particularmente en el tema de precios, y a los avances y resultados internos dada la baja incidencia que tiene el monto esperado de venta en el plan de financiación de inversiones de exploración y explotación 2017-2020.

---

<sup>44</sup> <http://www.portafolio.co/negocios/empresas/aprobo-venta-propilco-497445>

### **3.3. Fijación del precio base**

Un aspecto que merece ser analizado en este proceso, es la fijación del precio base para la subasta del activo.<sup>45</sup> En este documento se hace una estimación del precio mínimo de enajenación con el objetivo de establecer el valor en el que Ecopetrol S.A. por lo menos recupere su inversión. Para esto se citan las condiciones de compra en el año 2008 y los escasos datos que se conocen para la venta.

#### ***3.3.1. Inversiones realizadas por Ecopetrol S.A. en Propilco.***

Las inversiones realizadas han sido:

- Valor de compra a precios de 2017: **USD746.552.431** (USD690,8 millones en 2008). Calculado con Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization -Ebitda- de 2008, los Múltiplos Ebitda con que se adquirió la firma fueron de 18.035 su valor.

- Cambio en la configuración de la Refinería de Cartagena para producir PGR: **USD142.447.554** (USD133,5 millones, cifra muy subestimada ya que este valor se estableció en el primer Control de Cambios en el proyecto y ya son ampliamente conocido los costos adicionales que implicaron su desarrollo).

- Las inversiones realizadas en las plantas para ampliar la producción (ver Cuadro 7), cercanas a los **USD60.357.692**. Se aclara que aun cuando las inversiones fueron emprendidas con recursos de

---

<sup>45</sup> La CGR no tuvo acceso a los documentos y modelo de valoración de Propilco S.A. tanto de adquisición como de enajenación por lo tanto se hacen unos supuestos para la estimación.

Propilco S.A. estos provienen también de la reinversión de las utilidades de la compañía que no son declaradas como dividendos.

Entonces se tiene que:

Valor de compra:	746.552.431
Cambio en la configuración de Reficar:	142.447.554
Ampliación de plantas:	60.357.692
Total =	USD 949.357.677
TRM promedio de junio de 2017 (2.957.10) =	<b>\$2.807.344.004.004</b>

### **3.3.2. Beneficios obtenidos por Ecopetrol S.A.**

Siguiendo con la metodología establecida para esta estimación, se puede observar que los principales ingresos de Ecopetrol S.A. son los dividendos. Otros beneficios relevantes serían los derivados de la sinergia con Reficar S.A. con el aumento paulatino de la entrega de insumos, el cual no se puede calcular en este momento, por lo cual solo se tomarán los dividendos que en los informes de gestión se estipulan como pagados.

Dividendos 2008-2016 indexados: **\$523.720.746.123**

### **3.3.3. Precio base**

Consolidando lo anterior y con la información disponible se considera que en pesos **\$2.283.623.257.881** sería el valor mínimo de venta con el que se recuperaría la inversión realizada en Propilco S.A. Se reafirma el hecho de que en las inversiones hay valores

subestimados, pero en este panorama y en términos reales Ecopetrol solo ha recuperado el 19% de su inversión en estos nueve años. Este valor en dólares a la TRM promedio del mes de junio serían **USD772.251.376,34**. (USD772,3 millones), que está por encima de los USD690 millones que se especula sería el precio base. Los resultados del análisis del Ebitda y de la estimación del precio base de la compañía infieren que Propilco está en riesgo de ser enajenada por un valor inferior al de las inversiones que ha realizado Ecopetrol S.A., lo cual, por si solo, ya representa una potencial pérdida, que no debe ser considerada como menor para la principal empresa de la Nación.

#### **4. Conclusiones**

- Hacia 2005, Ecopetrol incursionaba en las actividades de exploración, producción, refinación y comercialización de crudo y derivados en los mercados nacional e internacional y sus ingresos operacionales eran del orden \$ 15,5 billones de pesos. Con la ampliación de su objeto social, la incursión en la BVC y la adquisición de compañías para 2016, sus ventas superaron los \$47,7 billones. Este engranaje implica también, un esfuerzo adicional para mantener a todas sus empresas vinculadas, alineadas con los objetivos corporativos además de administrar todos los recursos para lograr las sinergias óptimas para el crecimiento conjunto. En esta dinámica, se puede requerir evaluar las ventajas de tener activos que no estén correctamente articulados con la visión de negocio del grupo, ya que una excesiva centralización de las decisiones de cada una de las filiales y subordinadas puede coartar el adecuado desarrollo de cada una de las unidades de negocio y limitar las potencialidades de todo el corporativo.

Ecopetrol adquirió Propilco S.A., Comai Ltda y Andean Chemical Ltd por un valor de USD 690,77 millones a precios de 2008, este negocio en la época desató la polémica, por los problemas de acceso al propileno, insumo básico de esta industria que debía ser importado casi que en su totalidad, por lo que el aumento del precio en el mercado internacional y la no disponibilidad del mismo, afectaría directamente la rentabilidad de la empresa, hecho que aún ocurre. Este riesgo, fue ampliamente discutido por la JD de Ecopetrol y mediante la contratación de estudios, se decidió hacer una inversión adicional en el desarrollo del Plan de Modernización de la Refinería de Cartagena por USD 133,5 millones.

Dados los costos adicionales en que se incurrió en este proyecto, la cifra real para lograr un stock de materia prima en el país y en la misma zona de operación de la empresa, debe ser superior. Hoy por hoy toda esa inversión en recursos financieros, logísticos y administrativos, según lo argüido por la presidencia de Ecopetrol, no representa mayor ganancia y como en 2008, el rumbo de la compañía queda a disposición de este tipo de decisiones coyunturales que hacen que una empresa que se compró por 18 veces el valor de Ebitda en 2008, sea ofrecida, en primera instancia, por tan solo 3,5 veces el valor del Ebitda del año 2016.

No se puede decir que Propilco es una empresa que ha perdido valor, por el contrario la compañía ha realizado inversiones para ampliar la capacidad e innovación en la producción, además de lograr mayor penetración en el mercado latinoamericano y ha superado los años en que se presentaron altos precios en los insumos y bajo valor en los



productos finales y ente momento y pese a todas las vicisitudes, se encuentra operando el contrato de suministro de PGR con la Refinería de Cartagena. Los años 2015 y 2016, han sido de buenos resultados para Propilco S.A. con notables mejoras en los indicadores operativos, financieros y de ventas y con buenas perspectivas en su mercado tanto nacional como internacional. Solo en el 2016 la rentabilidad sobre el patrimonio fue del 18,6%. Adicionalmente, ahora se cuenta con una estrategia más sostenible para la optimización de sus costos operativos por el aumento de suministro de materias primas locales, disminuyendo riesgos operacionales. Estos argumentos hacen que sean válidos los cuestionamientos sobre la venta de la empresa y del valor a la que se está ofreciendo. Podemos estar ante una decisión que puede contravenir los intereses de Ecopetrol y de la Nación.

Es el momento de tomar acciones que busquen el crecimiento de la compañía en el mediano y largo plazo y no solo obedecer a requerimientos de capital en el corto plazo para financiar ineficiencias de la empresa. Ecopetrol es el activo con el que cuenta la Nación, para materializar muchas de sus políticas para este sector que coadyuven a la fortalecer la economía. En este sentido, Propilco es una de las empresas más representativas del sector petroquímico y solo la producción de polipropileno representa el 26% de esta cadena de petroquímica plásticos, frente al 16% de participación en el momento en que Ecopetrol la adquiere.

La enajenación de activos productivos, económica y operacionalmente, contribuye a limitar el objeto social de Ecopetrol y a la reprimarización de la economía nacional, incursionando de lleno en el

negocio de commodities, situación no deseable para un país que quiere avanzar en competitividad y productividad, dejando, a su vez, en manos de agentes privados activos anti-cíclicos que pueden generar recursos al Estado en épocas de bajos ingresos, en particular aquellos relacionados con cadenas productivas estratégicas para su desarrollo y crecimiento

Ampliando la premisa anterior, uno de los aspectos más preocupantes que se ha reiterado a lo largo de este documento, es el hecho de que un activo al que se le hizo inversiones cuantiosas para disminuirle los riesgos operativos (problemas por los cuales venden los antiguos propietarios), sea enajenado sin dejar que el negocio madure y que todo el capital y tiempo invertido sea explotado por un nuevo agente que no asumió el mismo riesgo, porque finalmente los contratos de suministro con Reficar S.A. estarían vigentes mejorando la maniobra de adquisición de insumos de Propilco S.A.