

## Welcome To The World of BONDS!

11.06.2026



### Обзор компании Ecorpetrol S.A.

Подотрасль	Интегрированные нефтяные и газовые компании
Выпуск	ECOPET/6.88/2030
ISIN	US279158AN94
Валюта	Доллар США
Объём в обращении/мин. лот	\$2 000 млн / \$1 000
Купонная ставка	6.88%
Доходность к погашению	6.48%
Дата погашения	29.04.2030
Кредитные рейтинги	Moody's: Ba2 (Neg) S&P: BB- (Stable) Fitch: BB (Stable)

### Финансовые

#### показатели, трлн

#### СОР – Данные

#### компании, CapitalIQ

	2023	2024	2025	1 кв 2025	1 кв 2026
Выручка	143	133	120	31	29
ЕБИТДА	59	54	43	12	12
ЕБИТДА марж-ть	41,2%	40,3%	36,1%	39,2%	42,8%
Чистая прибыль	19	15	9	3	3
Чистая марж-ть	13,3%	11,2%	7,5%	10,0%	10,1%
ROE	21,0%	18,4%	11,8%	4,1%	3,6%
ROA	7,9%	6,7%	4,4%	1,4%	1,3%
Активы	282	301	284	300	288
Обязательства	179	191	175	197	197
Капитал	103	110	109	103	103
				0	0
Валовой долг	106	120	109	263	251
Чистый долг	92	105	97	230	220
Чистый долг/LTM					
ЕБИТДА	1,6	1,9	2,2	2,1	1,9

Мы в телеграме <https://t.me/halykfinance>

Наш корпсайт <https://halykfinance.kz/research/?lang=ru>

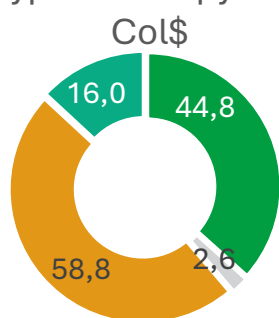
# HALYK forever! Ближневосточный хедж по колумбийской цене

## ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

### Описание компании

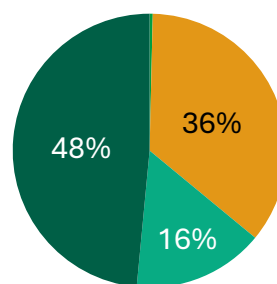
Esorpetrol S.A. – крупнейшая интегрированная энергетическая компания и лидер нефтегазового сектора Колумбии. Стратегия сфокусирована на эффективности базового углеводородного бизнеса и активном развитии проектов энергоперехода. Правительству Колумбии принадлежит 88,49% акций. Высокая вероятность государственной поддержки выступает ключевым фактором, подкрепляющим кредитные рейтинги компании. Актуальные оценки: BB- от S&P (прогноз стабильный), BB от Fitch (стабильный) и Ba2 от Moody's (негативный). Дополнительную устойчивость профилю придает сильная ликвидность и умеренная долговая нагрузка.

Структура LTM выручки, млрд



■ Upstream ■ Midstream ■ Downstream ■ ISA

География выручки



■ Азия и Европа ■ США  
■ Южная Америка ■ Колумбия

### Сегменты бизнеса

<p><b>Разведка и добыча (Upstream)</b></p>	<p>Деятельность осуществляется в Колумбии (бассейны Льянос, Магдалены, Путумайо, шельф Карибского моря), США (Пермский бассейн, Мексиканский залив) и на шлейфе Бразилии. В 2025 году на иностранные проекты пришлось 13% добычи. В структуре добычи доминирует тяжелая нефть (51%), на легкие и средние сорта приходится 28%, а оставшуюся долю формируют природный газ и прочие продукты. Доказанные резервы компании в 2025 году достигли 1,94 млрд баррелей нефтяного эквивалента, из которых 91% сосредоточены в Колумбии.</p>
<p><b>Транспортировка и логистика (Midstream)</b></p>	<p>Активы направления обеспечивают транспортировку и распределение сырой нефти, моторного топлива, мазута и прочих нефтепродуктов. Логистическая и транспортная сеть включает ~5 000 км нефтепроводов и ~3 700 км трубопроводов для транспортировки нефтепродуктов, а также 5 портовых терминалов.</p>
<p><b>Переработка и нефтехимия (Downstream)</b></p>	<p>Ключевые мощности сосредоточены на НПЗ в Барранкабермехе и Картахене, где сырая нефть перерабатывается в нефтепродукты и продукты нефтехимии. Также сегмент занимается дистрибуцией природного и сжиженного газа.</p>
<p><b>ISA</b></p>	<p>Сегмент управляет электросетями, платными автодорогами и телекоммуникациями в странах Латинской Америки – а преимущественно в Колумбии, Бразилии, Чили, Перу, Боливии и Панаме.</p>

## КРЕДИТНЫЙ ПРОФИЛЬ

Отчет о прибылях и убытках, млрд COP	2023	2024	2025	1кв 2025	1кв 2026	% Δ 1кв 26/1кв25
Выручка	143 078	133 328	119 694	31 365	28 625	-8,7%
Себестоимость	-86 744	-85 415	-80 483	-20 318	-17 145	-15,6%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>56 334</b>	<b>47 913</b>	<b>39 211</b>	<b>11 047</b>	<b>11 480</b>	<b>3,9%</b>
Операционные расходы	-14 863	-10 505	-12 705	-2 651	-2 914	9,9%
<b>Операционная прибыль</b>	<b>41 471</b>	<b>37 408</b>	<b>26 506</b>	<b>8 396</b>	<b>8 566</b>	<b>2,0%</b>
Процентные расходы	-6 924	-7 377	-7 604	-1 854	-1 772	-4,4%
Прочие доходы/(расходы)	2 241	674	-41	-676	-962	42,3%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>36 788</b>	<b>30 705</b>	<b>18 861</b>	<b>6 171</b>	<b>6 078</b>	<b>-1,5%</b>
Расходы по налогу на прибыль	-13 483	-11 091	-5 927	-1 939	-2 256	16,3%
Доля миноритариев	-4 243	-4 679	-3 905	-1 105	-935	-15,4%
<b>Чистая прибыль</b>	<b>19 062</b>	<b>14 935</b>	<b>9 029</b>	<b>3 127</b>	<b>2 887</b>	<b>-7,7%</b>
ЕБИТДА	58 909	53 726	43 222	12 302	13 458	9,4%

Балансовый отчет, млрд COP	2023	2024	2025	1кв 2025	1кв 2026	% Δ 1кв 26/1кв25
Высоколиквидные средства	14 197	14 905	12 532	16 630	13 792	-17,1%
Основные средства	141 229	156 101	155 505	153 669	155 192	1,0%
Прочие активы	126 854	130 338	116 100	101 068	92 507	-8,5%
<b>Активы</b>	<b>282 281</b>	<b>301 344</b>	<b>284 137</b>	<b>300 321</b>	<b>287 604</b>	<b>-4,2%</b>
Долговые обязательства	105 816	119 965	109 200	118 661	108 124	-8,9%
Прочие обязательства	73 366	71 403	65 691	78 362	74 681	-4,7%
<b>Обязательства</b>	<b>179 182</b>	<b>191 368</b>	<b>174 891</b>	<b>197 023</b>	<b>182 805</b>	<b>-7,2%</b>
<b>Капитал</b>	<b>103 099</b>	<b>109 976</b>	<b>109 246</b>	<b>103 298</b>	<b>104 799</b>	<b>1,5%</b>
Чистый долг	91 618	105 060	96 668	128 188	118 284	-7,7%

Отчет о движении денег, млрд COP	2023	2024	2025	1кв 2025	1кв 2026	% Δ 1кв 26/1кв25
Опер. денежный поток	19 801	45 127	33 342	6 122	7 178	17,2%
Инвест. денежный поток	-20 020	-22 034	-17 912	-5 468	-3 000	-45,1%
Фин. денежный поток	-355	-22 687	-17 365	-572	-1 949	240,7%

Маржинальность	2023	2024	2025	1кв 2025	1кв 2026	% Δ 1кв 26/1кв25
Валовая марж-ть	39,4%	35,9%	32,8%	35,22%	40,10%	13,9%
ЕБИТДА марж-ть	41,2%	40,3%	36,1%	39,22%	47,0%	19,9%
Чистая марж-ть	13,3%	11,2%	7,5%	9,97%	10,09%	1,2%

## Пояснение к отчетности

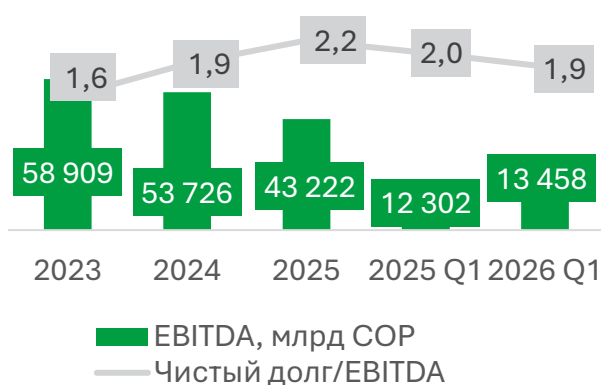
В первом квартале 2026 года выручка снизилась на 8,7% г/г, до 28,6 трлн песо. Давление оказали укрепление песо и падение экспортной выручки на 13% из-за отсутствия переходящих транзитных объемов нефти. Дополнительным негативным фактором стал рост операционных расходов на 9,9%, обусловленный высокой базой прошлого года и введением новых налогов.

Операционный денежный поток (OCF) Ecopetrol составил 7,2 трлн песо, увеличившись г/г благодаря более высоким ценам на Brent и сильным результатам переработки. Маржа сегмента выросла на 60% г/г, до \$17,3 за баррель.

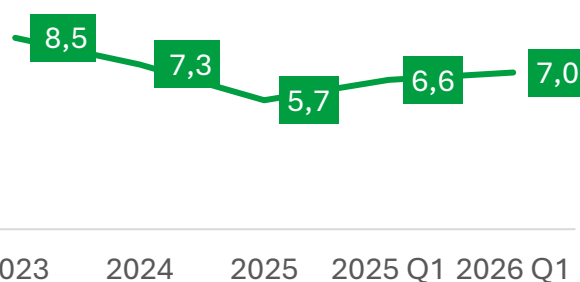
## HALYK forever!

## Ближневосточный хедж по колумбийской цене

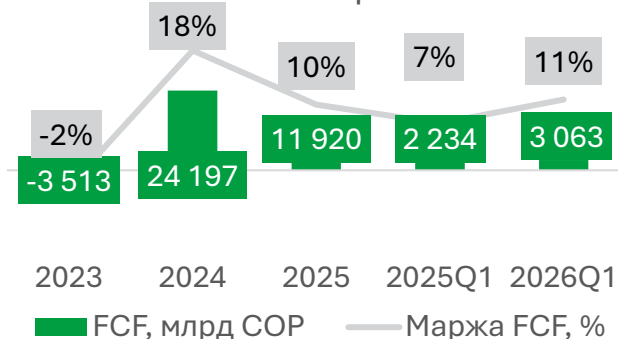
## Чистый долг и леверидж



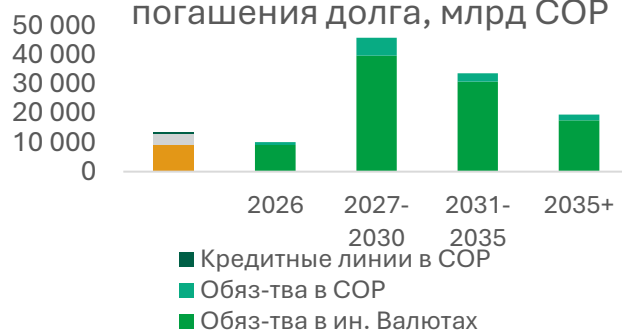
## Коэф. покрытия процентных расходов, x



## FCF и маржа FCF



## Ликвидность и график погашения долга, млрд COP



## Анализ кредитного профиля эмитента

Кредитный профиль характеризуется комфортной ликвидностью и снижением чистого левериджа до 1,9x благодаря росту EBITDA. Важно отметить структурное влияние консолидации ISA: стабильные и предсказуемые денежные потоки инфраструктурной «дочки» позволяют ей поддерживать более высокую долговую нагрузку (валовой долг/скорр. EBITDA — 3,9x), что завышает консолидированный леверидж группы Escorpetrol. Валовой леверидж «чистого» нефтегазового бизнеса (по расчетам компании) составляет 1,6x без учета долга на приобретение ISA, 2,0x с его учетом и 2,3x с учетом консолидации ISA при целевом уровне ниже 2,5x. Коэффициент покрытия процентных расходов (7,0x) остается комфортным, хотя и снизился относительно пика 2022 года. В 1 кв 2026 компания провела сделку по управлению обязательствами на \$1,25 млрд с целью снижения стоимости долга и оптимизации графика погашений, в результате чего средняя стоимость обслуживания долга сократилась примерно на 90 б.п. CAPEX значительно сократился г/г вследствие переноса сроков реализации ряда крупных проектов на последующие кварталы, что поддержало положительную динамику FCF. Существенное влияние на распределение оставшегося FCF оказывает дивидендная политика. Целевой коэффициент выплат составляет 40–60% чистой прибыли, однако по итогам 2024 года достигал 104%, компенсируя правительству часть возвратов FEPC (Колумбийский государственный стабилизационный фонд). В 2025 году менеджмент рекомендовал вернуться к стандартному уровню в 50%, что подтверждает гибкость выплат для стабилизации кредитных метрик в периоды волатильности. Краткосрочные риски рефинансирования остаются низкими: выплаты 2026 года (~10 трлн песо) полностью покрываются буфером ликвидности. Валютный риск также ограничен, поскольку более 70% денежных средств хранится в USD.

**Инвестиционные драйверы**

**Ближневосточный фактор: премия в нефтепереработке и защита от макроволатильности**

Напряженность на Ближнем Востоке стала мощным драйвером роста экспортной выручки и EBITDA Esocpetrol. Перебои в Ормузском проливе и атаки на региональные НПЗ привели к дефициту средних дистиллятов (дизеля и нефти) на мировом рынке, что создало благоприятную конъюнктуру для сегмента нефтепереработки.

По итогам I квартала 2026 года маржа EBITDA группы Esocpetrol составила внушительные 47%. Главным драйвером роста выступил сегмент переработки: его доля в совокупной EBITDA группы увеличилась с 4% в I квартале 2025 года до 14% годом позже. НПЗ в Картахене и Барранкабермехе работают с высокой загрузкой, эффективно используя благоприятную рыночную конъюнктуру. Опасения инвесторов относительно возможных кассовых разрывов на фоне высоких цен на нефть постепенно ослабевают. В апреле 2026 года Esocpetrol подписала соглашение с правительством о погашении задолженности за I квартал 2025 года в размере 1,6 трлн песо. Также к концу квартала Brent укрепился, оказав дополнительную поддержку выручке и стоимости запасов. По словам CFO Esocpetrol, изменение цены Brent на \$1 влияет на увеличение EBITDA примерно на 1,6 трлн COP и на чистую прибыль примерно на 800 млрд COP.

**Венесуэльский фактор: геополитические ограничения и разворот в сторону собственного СПГ и шельфа**

Первоначально Esocpetrol рассматривала импорт дешевого газа из Венесуэлы как один из ключевых инструментов диверсификации поставок. Однако реализация этого сценария столкнулась с серьезными препятствиями: сохраняющейся неопределенностью вокруг санкционной политики США и жесткими условиями венесуэльской стороны. На фоне растущих рисков компания постепенно перевела венесуэльский проект в категорию резервных вариантов. В майских заявлениях для инвесторов Esocpetrol фактически признала высокую вероятность отказа от сделки, сосредоточившись на повышении собственной газовой независимости. Такой разворот особенно важен в условиях прогнозируемого дефицита газа в Колумбии, который может достичь около 20% внутреннего спроса. В ответ компания ускорила развитие альтернативных источников поставок. В мае 2026 года Esocpetrol получила все экологические и строительные разрешения для запуска импортного СПГ-терминала в Пуэрто-Баия, реализуемого совместно с Frontera Energy. Еще более значимым событием стало успешное завершение бурения глубоководной скважины Сороазú-1 в Карибском море в I квартале 2026 года, подтвердившее наличие крупных запасов природного газа. В результате стратегический фокус Esocpetrol смещается от рискованной зависимости от венесуэльского импорта к развитию собственного СПГ-направления и освоению перспективного карибского шельфа.

## HALYK forever!

## Ближневосточный хедж по колумбийской цене

**Квазисуверенный статус: стратегическая значимость и безусловная поддержка государства**

Фундаментальную привлекательность облигаций Ecopetrol обеспечивает статус компании как безальтернативного столпа экономики и энергетической безопасности Колумбии. Государство, владеющее 88,5% акций, предоставляет эмитенту исключительную степень институциональной поддержки. Компания контролирует свыше 60% национальной добычи углеводородов и 100% нефтеперерабатывающих мощностей, полностью обеспечивая внутренний спрос на топливо. Благодаря этой стратегической значимости, ведущие рейтинговые агентства оценивают вероятность предоставления компании правительственной помощи в случае финансового стресса как «очень высокую». В частности, по методологии Moody's этот фактор обеспечивает мощный апсайд, добавляя сразу три ступени к собственной (stand-alone) кредитной оценке эмитента. Практическим доказательством приверженности государства защите финансового профиля Ecopetrol выступают текущие реформы внутреннего топливного рынка. Планомерные действия правительства по повышению регулируемых цен на бензин и дизель направлены на снижение долговой нагрузки государства перед компанией по линии топливных субсидий (фонд FEPC). Эта системная работа ведет к прямому высвобождению ранее удерживаемой ликвидности и укреплению профиля FCF, наглядно подтверждая, что финансовая стабильность национальной компании является безусловным приоритетом для властей.

**Бразильская экспансия: поглощение Brava Energia как инструмент трансформации**

Ключевым новым инвестиционным драйвером Ecopetrol стало поглощение бразильской Brava Energia. В апреле–мае 2026 года компания приобрела 26% акций и инициировала публичное предложение о выкупе дополнительных акций, направленное на консолидацию контрольной доли в размере 51%. Данная сделка выступает мощным инструментом трансформации бизнеса сразу по нескольким направлениям. Во-первых, выход на один из самых привлекательных оффшорных и оншорных рынков Южной Америки обеспечивает существенное снижение юрисдикционных рисков, кардинально уменьшая зависимость Ecopetrol от политической и регуляторной конъюнктуры исключительно внутри Колумбии. Также, интеграция активов Brava позволяет масштабировать запасы и объемы добычи. Бразильская компания добавляет в консолидированный профиль солидную ресурсную базу объемом около 459 млн баррелей нефтяного эквивалента (MMboe) при уровне добычи порядка 81 тыс. баррелей в сутки по итогам 2025 года. Наконец, эта экспансия создает ощутимую синергию денежных потоков.

# РИСКИ

## Ключевые риски

### Суверенный потолок: жесткая привязка к фискальному профилю Колумбии

Кредитные рейтинги Ecopetrol структурно ограничены суверенным профилем Колумбии, поскольку государству принадлежит 88,5% акций компании. 8 апреля 2026 года агентство S&P Global Ratings понизило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Колумбии в иностранной валюте до уровня ВВ- (ранее был ВВ) на фоне устойчивого ухудшения государственных финансов, роста процентной нагрузки и расширения дефицита бюджета. Дополнительную неопределенность вносит беспрецедентная приостановка действия бюджетного правила на три года. Для держателей облигаций это означает, что любое дальнейшее ослабление суверенного профиля неминуемо повлечет за собой автоматический даунгрейд Ecopetrol и удорожание стоимости рефинансирования.

### Корпоративное управление: влияние мажоритарного акционера

Агентство S&P пересмотрело оценку качества управления Ecopetrol на «умеренно негативную» в связи со снижением фактической независимости Совета директоров. Назначение четырех новых членов Совета, аффилированных с правительственными структурами (несмотря на их формальный статус независимых), в 2025 году повышает риск принятия стратегических решений в интересах фискальных нужд государства, а не кредиторов. Это может оказывать прямое давление на финансовую политику компании.

### Условные обязательства: масштабные налоговые претензии

Баланс компании подвержен рискам затяжных судебных разбирательств с фискальными органами. Ключевым информационным навесом выступают претензии Национального налогового управления (DIAN) о предполагаемой неуплате НДС при импорте топлива в 2022–2024 годах. Общая сумма претензий, включая штрафы и пени, достигает около 9,4 трлн песо. Хотя менеджмент и внешние консультанты оценивают вероятность проигрыша как низкую (соответствующие резервы не создавались), судебные процессы могут занять от 3 до 6 лет, формируя долгосрочную потенциальную угрозу для ликвидности.

### Потенциальные риски M&A-сделки

Несмотря на существенный стратегический потенциал сделки, приобретение Brava Energía также сопряжено с рядом рисков, которые могут ограничить ожидаемый положительный эффект от интеграции активов. В частности, среди потенциальных рисков можно отметить зависимость Brava от сторонней инфраструктуры транспортировки и переработки (midstream и downstream) на кластере Реконкаву, сбои в работе которой могут напрямую ухудшить финансовые показатели компании. Кроме того, профиль Brava высокочувствителен к волатильности цен на нефть марки Brent и природный газ, а преобладание доллара США в структуре денежных средств и долговых

## **HALYK forever!**

## **Ближневосточный хедж по колумбийской цене**

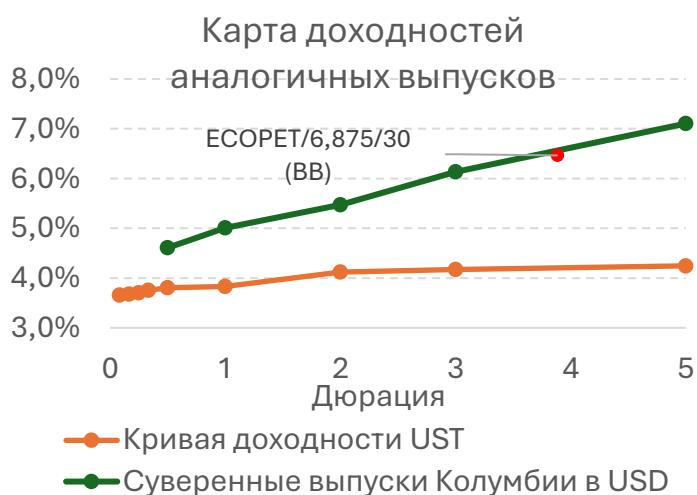
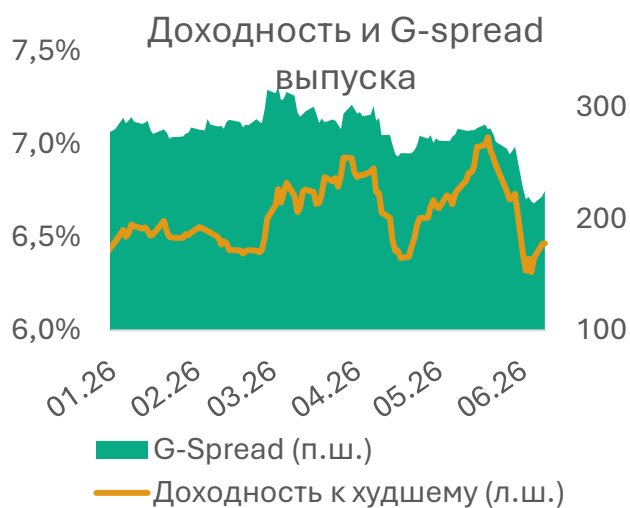
обязательств создает дополнительные валютные риски для чистой прибыли в зависимости от курсовых колебаний.

### **Чувствительность к валютным и логистическим факторам**

Несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру на рынке нефти, дополнительным фактором риска остается валютная динамика. В случае дальнейшего укрепления колумбийского песо часть положительного эффекта от высоких цен на Brent может быть нивелирована за счет снижения экспортной выручки в пересчете на национальную валюту. Дополнительное давление на маржинальность также способны оказать расширение дифференциалов по сортам нефти и рост логистических и фрахтовых расходов.

# ОБЗОР ВЫПУСКА

Основные сведения о выпуске	
Рынок	Global
Тип выпуска	Sr Unsecured
Встроенные опционы	Да
Дата погашения	29.04.2030
Количество лет до погашения	3,88
Купон	6,88%
Периодичность купона	Раз в полгода
Дюрация	3,25
Доходность к погашению	6,48%
Доходность к худшему	6,46%
G-Spread	224,94
Текущая цена	101.3095



## График досрочного погашения

Период	Цена от номинала
До 29.01.2030	make whole @ 50 бп
29.01.2030-29.04.2030	100



*Предупреждение о рисках при инвестировании в еврооблигации:*

*Инвестиции в еврооблигации связаны с кредитным, рыночным, процентным и валютным рисками. Изменения валютных курсов и рыночных условий может привести к снижению стоимости инвестиций и возникновению убытков.*

*Настоящая информация носит исключительно информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Инвестирование в финансовые инструменты связано с определенными рисками.*

*АО «Halyk Finance», дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны АО «Halyk Finance» купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance». Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».*