

En 3T21 ISA logró una utilidad neta de COP 668 mil MM (-0,34% T/T), en línea con nuestra estimación (ISA 1,45% por debajo), por lo que los calificamos como **NEUTRALES**. La utilidad antes de impuestos de COP 1,3 BN (+6,8% T/T y + 55,0% A/A), 4,2% por encima de nuestra estimación. La operación tuvo un buen desempeño, con un EBITDA de COP 2,3 BN (+2,26% T/T y +14,6% A/A), levemente por debajo de nuestra estimación (-2,8%), si bien los márgenes registraron un leve retroceso, con el margen EBITDA total de 64%, menor en 4 p.p. a nuestra estimación y el trimestre anterior. Respecto al margen EBITDA total, reconocemos el aporte negativo de la construcción, explicado por una mayor actividad. El efecto indexación viene impulsando positivamente a los ingresos (construcción y operación), que crecieron cerca de 25% respecto al año anterior. Destacamos la continuación de una menor carga impositiva debido al efecto favorable de los juros de Capital Propio de CTEEP y sus filiales sobre la tasa efectiva de impuestos, que antes se registraban solamente en el cuarto trimestre del año, así como la entrada antes de tiempo de Iguacú en Brasil (ingreso anual estimado de USD 11,8 MM). En el trimestre entraron en operación proyectos en Brasil y Colombia que representan ingresos anuales de USD 49 MM. Asimismo, se realizaron inversiones por COP 1,3 BN.

### Hechos relevantes

- Cambios esperados:** El logro de los proyectos de transmisión adjudicados en Brasil el trimestre anterior a través de CTEEP, con inversiones de capital proyectadas de USD 780 MM en un periodo entre 42 y 60 meses, y un incremento en los ingresos consolidados de USD 60 MM a partir de 2026 implicará un salto inversión requerida, razón por la cual se presentará necesariamente un aumento en el endeudamiento, cuya razón deuda bruta a EBITDA se ubica en 4,1x actualmente. Suponemos que esta razón va a aumentar, sin superar los 4,5x. Dicho aumento estará plenamente soportado por el flujo esperado por estas inversiones, a las que se le suman victorias recientes como Kimal-Lagunas en Chile, con inversiones de USD 194 MM e ingresos anuales de USD 15 MM.
- Estos logros explican el incremento de 65% en las inversiones comprometidas para los próximos años, que ahora se ubican en USD 5.320 MM. Por otro lado, el efecto de ajustar voluntariamente las tarifas relacionadas a las inversiones anteriores al año 2000, para contribuir a contrarrestar el efecto sobre las tarifas de la electricidad del IPP en Colombia, comenzará a notarse en 4T22; en resumen, la Base Regulatoria de Activos se ajustará por IPC y no por IPP durante el siguiente año, realizando el ajuste desde 2020.
- Recurrencia / No Recurrencia:** Como ya es costumbre, los resultados de ISA presentan componentes no recurrentes y ajustes que deben incluirse para interpretar adecuadamente las variaciones trimestrales y anuales. En este trimestre, se deben tener en cuenta los impuestos en Brasil (juros de capital), el EBITDA (ajustado al cálculo de Ecopetrol), el hecho de haber incurrido en un gasto financiero en 3T21 por el reperfilamiento de la deuda de ISA Interchile, el tratamiento de los activos financieros relacionados con las concesiones viales en Chile que pasaron de pesos chilenos a UFs (Unidades de Fomento), y los ajustes al impuesto de renta dados los cambios regulatorios en Colombia. Estos efectos no recurrentes que conjuntamente beneficiaron a la utilidad neta también afectaron los resultados de 2T22.

1 de noviembre de 2022



### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	25.870
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	21,3
Ultimo Precio	19.270
YTD (%)	-14,0%

### Gráfica 1. Indexación Regional

	Variaciones anuales de la Inflación		
	Chile (UF)	Brasil (IPCA)	Perú (IPC)
31/03/2020	3,74%	3,30%	1,82%
30/06/2020	2,82%	2,13%	1,60%
30/09/2020	2,34%	3,14%	1,82%
31/12/2020	2,68%	4,52%	1,97%
31/03/2021	2,80%	6,10%	2,60%
30/06/2021	3,53%	8,35%	3,25%
30/09/2021	4,81%	10,25%	5,23%
31/12/2021	6,61%	10,06%	6,43%
31/03/2022	7,94%	11,30%	6,82%
30/06/2022	11,37%	11,89%	8,81%
<b>30/09/2022</b>	<b>13,86%</b>	<b>7,17%</b>	<b>8,53%</b>

Fuentes: Bancos Centrales de Brasil, Chile y Colombia, e ISA. Cálculos: Corficolombiana.

**Andrés Duarte Pérez**  
Director de Renta Variable  
Corficolombiana  
andres.duarte@corficolombiana.com

**Mas indexación:** El crecimiento de 24,1% A/A y 9,3% T/T de los ingresos (construcción + operación) se explica en parte por el efecto de la indexación en los ingresos de la compañía que vienen mayoritariamente de cargos regulados. El IPP, IPC y la TRM en Colombia presentaron incrementos notables frente a los periodos anteriores. Si bien los incrementos relacionados con la inflación han cedido levemente en Brasil, con una variación anual de 7,2% en su IPCA de septiembre, en Chile y Perú las variaciones siguen siendo elevadas (Gráfica 1), con 13,9% en la UF en Chile y 8,4% en la inflación peruana. Como es de esperarse, la indexación afecta los costos y gastos también, esto se reflejó en los costos de construcción que terminaron afectando adversamente al margen EBITDA. En esta línea, el incremento en los gastos por intereses obedece tanto al incremento en la deuda como al incremento en las tasas, o a la Unidad Financiera en el caso de Chile (indicador parecido a la UVR en Colombia), que afecta la deuda asociada a las carreteras en dicho país. Al cierre de 3T22 las monedas registraron devaluaciones anuales frente al dólar de 19,4% en Chile, -0,1% (revaluación) en Brasil, 18,2% en Colombia y -3,6% (revaluación) en Perú, afectando positivamente al resultado consolidado de ISA, cuya moneda funcional es el peso colombiano.

### Resumen resultados financieros

COP Miles MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ut. de construcción	55	53	138	159,3%	153,8%
Ut. de operación	1.543	1.718	1.680	-2,2%	8,8%
Ut. operacional *	1.716	1.961	1.967	0,3%	14,6%
Ut. antes de impuestos	867	1.258	1.343	6,8%	55,0%
Ut. antes de minoritario	514	1.178	993	-15,7%	93,3%
Ut. Neta	121	670	668	-0,4%	450,4%
EBITDA	1.986	2.226	2.277	2,3%	14,6%
Margen EBITDA	69,3%	68,4%	64,0%	-6,4%	-7,6%

Fuentes: ISA. Cálculos: Corficolombiana. Cambio en el cálculo del EBITDA por nueva metodología.

### Teleconferencia

- Aún no hay información para el público en relación con la nueva estrategia de largo plazo de la compañía. Anotamos que el requerimiento de construir una nueva estrategia pasa por la inminencia de cumplir anticipadamente la estrategia de largo plazo vigente (ISA 2030), en los aspectos operacionales y financieros.
- En relación a la revisión regulatoria y tarifaria para la actividad de transmisión en Colombia, la compañía aclaró que la propuesta vigente por parte de la CREG respecto a la valoración de los activos viejos, que entraría en vigencia en 2024, es que la valoración de estas inversiones se realice bajo la metodología de valor del activo depreciado. Actualmente, la revisión y actualización del valor de estas inversiones se realiza bajo la metodología de valor de reposición a nuevo. En Colombia, aproximadamente dos terceras partes del activo de transmisión de ISA corresponde a inversiones viejas (anteriores al año 2000).
- La compañía estima que el efecto de la reforma tributaria sería de COP 185 mil MM en 2023. Esta estimación se basa en el contenido de la primera ponencia, y se discrimina así: COP 175 mil MM corresponden a la aplicación de la tasa efectiva mínima; COP 6 mil MM corresponden al tratamiento de los proyectos de investigación en la base de tributación; los COP 6 mil MM restantes corresponden al ICA.
- La dirección enfatizó que la razón del deterioro aparente en el margen EBITDA corresponde a la actividad de construcción que se incrementó durante el trimestre.

### ASG

- La empresa destacó el lanzamiento de la primera escuela de linieras en Colombia, que permitirá a 17 mujeres, se capaciten y certifiquen en el mantenimiento de líneas de transmisión eléctrica.
- La empresa presentó a través de la vicepresidenta de Relaciones Institucionales (Juliana Suso) su estrategia 2030 de Valor Sostenible, basado en los focos de Contribución positiva a los desafíos ambientales, Aporte al desarrollo territorial y Gobierno corporativo con foco en la creación de valor. Los resultados directos de este modelo incluyen un Índice de reputación, una Matriz de asuntos relevantes (materiales) y una Orientación estratégica para planes de acción. En las emisiones de CO2 específicamente, la meta a 2030 es la reducción de 11 millones de toneladas (no se especifica si es una meta anual o acumulada).

## Gerencia de Inversiones

### Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto  
[andres.pinzon@corficolombiana.com](mailto:andres.pinzon@corficolombiana.com)  
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

## Análisis y Estrategia

### Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia  
[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

### Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija  
[luis.sanchez@casadebolsa.com.co](mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

### Anna María Reyes

Analista Junior Renta Fija  
[diego.velasquez@casadebolsa.com.co](mailto:diego.velasquez@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

### Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable  
[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

### Laura López Merchán

Analista Renta Variable  
[laura.lopez@casadebolsa.com.co](mailto:laura.lopez@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext: 22636

### Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable  
[Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co](mailto:Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00

## José Julián Achury

Practicante Renta Fija  
[jose.achury@casadebolsa.com.co](mailto:jose.achury@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

## Mesa Distribución

### Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín  
[jvelez@casadebolsa.com.co](mailto:jvelez@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

## Mesa Institucional Acciones

### Alejandro Forero

Head de acciones Institucional  
[alejandro.forero@casadebolsa.com.co](mailto:alejandro.forero@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

### Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional  
[juan.serrano@casadebolsa.com.co](mailto:juan.serrano@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

## Mesa Institucional Renta Fija

### Olga Dossman

Gerente Comercial  
[Olga.dossman@casadebolsa.com.co](mailto:Olga.dossman@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

### Adda Padilla

Gerente Comercial  
[adda.padilla@casadebolsa.com.co](mailto:adda.padilla@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

### Luis Felipe Moreno

Gerente Comercial  
[adda.padilla@casadebolsa.com.co](mailto:adda.padilla@casadebolsa.com.co)  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

## ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.