

Consideramos los resultados financieros de ISA como **POSITIVOS**. La compañía continúa evidenciando una positiva dinámica operacional, principalmente en el negocio Transmisión de Energía, reflejado en la expansión del margen EBITDA anual de 330 pbs para el 4T18, jalonados por la entrada de nuevas operaciones en Chile, Colombia y Perú, el cambio de periodicidad a mensual de actualización por inflación en Brasil y la consolidación de resultados del 50% adicional de IESAUL. Además, resaltamos que el incremento de costos y gastos operacionales anual y trimestralmente, 6% y 26% respectivamente, respalda la entrada de nuevos proyectos de la compañía y también se explica en el reconocimiento del deterioro del crédito mercantil en INTERNEXA BRASIL. Respecto a la utilidad neta, aumentó significativamente frente al 4T17, favorecida por un positivo impacto de impuestos gracias a la disminución a 30% de la tarifa de renta futura en Colombia, pérdidas fiscales de 2010 en Brasil y en Chile relacionado con las concesionarias viales. Finalmente, los márgenes de ISA podrían verse presionados en próximos años por la entrada de nuevos competidores en el mercado de Brasil. Sin embargo, consideramos positiva la alianza con el Construcciones El Cóndor, en línea con el desarrollo de la estrategia ISA 2030.

11 de marzo de 2019

A

A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo  
+/-: Sesgo

### Hechos relevantes

• **Entrada de nuevas operaciones respalda mejora operacional:**

Para el 4T18, los ingresos operacionales evidenciaron un importante incremento de 13% A/A, favorecidos principalmente por el negocio de Transporte de Energía, cuya participación dentro de estos se ubicó en 75%. Dicha dinámica favorable de los ingresos, se explica mayormente en la entrada de nuevas operaciones en Chile, Colombia y Perú, y por la modificación en la periodicidad de actualización por inflación en Brasil, que pasó de anual a mensual. Por su parte, resaltamos que el crecimiento de costos y gastos operacionales, aunque menor al de los ingresos, se produjo principalmente por el reconocimiento del deterioro del crédito mercantil (COP 69 mil MM), sopesado por la devolución de provisión de inventario de activos (COP 11,8 mil MM) en INTERNEXA BRASIL. En línea con lo anterior, el EBITDA se ubicó para el 4T18 en COP 1,1 BN, 17,7% mayor al del 4T17, favorecido por la consolidación de resultados del 100% de IESUL, y su margen se expandió 330 pbs anualmente.

• **Apalancamiento luce mejor:** La deuda financiera consolidada de la compañía se ubicó a diciembre de 2018 en COP 17 BN, 10% mayor que la registrada en 2017, impactada negativamente por el efecto por conversión en COP 258 mil millones, en línea con la variación de las monedas. No obstante, resaltamos que dicho incremento se encuentra en función de los nuevos proyectos de la compañía. En ese sentido, gracias a la mayor fortaleza operacional por parte de ISA ya mencionada, el indicador Deuda Neta/EBITDA finalizó 2018 en 3 veces, lo cual supuso una mejora frente al nivel registrado en 2017 (3,86 veces) y una dinámica estable trimestralmente.

### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	15.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	15,8
Ultimo Precio	14.200
YTD (%)	1,9%
Participación Colcap	6,9%

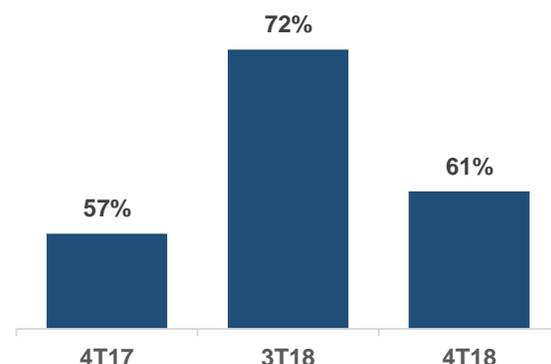
Juan Felipe D'luyz  
Analista de Renta Variable

Omar Suarez  
Gerente de Estrategia Renta Variable

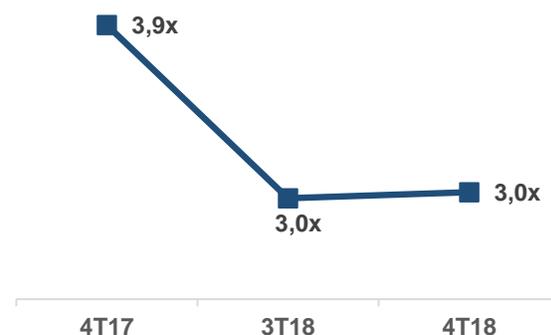
• **Dinámica favorable de impuestos también echa una mano:** En el último trimestre de 2018, la carga tributaria de la compañía decreció 193% respecto al mismo periodo de 2017, gracias a la realización de ajustes a los impuestos diferidos, que significaron un efecto positivo de COP 138 mil MM en los resultados de la compañía. Lo anterior, se explica por la disminución a 30% de la tarifa de renta futura en Colombia, también favorecida por el contrato de estabilidad tributaria de la compañía, pérdidas fiscales de 2010 en Brasil, reconocidas tras un fallo favorable en ISA Capital do Brasil y en Chile por mayores pérdidas fiscales en las concesionarias viales. En línea con lo anterior y lo mencionado en los puntos previos, el resultado neto para el periodo se ubicó en COP 513 mil MM, lo cual generó un significativo crecimiento para el 4T18 anual de 91%, trimestralmente de 24%, y una expansión del margen neto de 12 p.p. A/A.

• **Mediano y largo plazo pinta más retador:** Esperamos que la rentabilidad de nuevos proyectos adjudicados se vean presionados en el mediano y largo plazo, dado un incremento esperado en la competencia del sector, mediante la entrada de nuevos competidores principalmente en el mercado de Brasil, mayor fuente de crecimiento para la compañía, junto con el vencimiento de contratos en el negocio de Transmisión de Energía (entre 2020 y 2030). No obstante, resaltamos el acuerdo suscrito por ISA con Construcciones El Cóndor, donde la compañía tendría el control de la alianza con una participación cercana a 51%, con el objetivo de ingresar en el negocio de concesiones viales en Colombia y Perú, en línea con la Estrategia ISA 2030. Finalmente, la compañía estima un CAPEX entre 2019 y 2023 de COP 10.5 BN, donde Chile tendría una participación del 30%, seguido por Brasil, Perú y Colombia.

### Margen EBITDA



### Deuda Neta / EBITDA



### Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Cifras en COP Miles de Millones	ISA				
	4T17	3T18*	4T18**	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	1.667	1.945	1.854	11%	-5%
Costos de ventas y operación	892	748	945	6%	26%
Utilidad Operacional	779	1.319	931	20%	-29%
Utilidad Neta	269	413	513	91%	24%
EBITDA	957	1.394	1.125	18%	-19%
Margen Operacional	47%	68%	50%	350 pbs	-1760 pbs
Margen Neto	16%	21%	28%	1152 pbs	643 pbs
Margen EBITDA	57%	72%	61%	330 pbs	-1097 pbs

\* No incluye PERT.

\*\* No incluye RBSE, PERT y el ajuste del activo contractual en Brasil.

**Gerencia de Inversiones****Mesa Distribución****Mesa Institucional Acciones****Alejandro Pieschacon***Director de Inversiones**alejandropieschacon@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724***Juan Pablo Vélez***Gerente Comercial Medellín**jvelez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861***Alejandro Forero***Head de acciones Institucional**alejandroforero@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843***Análisis y Estrategia****Juan David Ballén***Director Análisis y Estrategia**juanballen@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622***Juan Pablo Serrano***Trader de acciones Institucional**juanpablo.serrano@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630***Diego Velásquez***Analista de Renta Fija**diego.velasquez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710***Mesa Institucional Renta Fija****Enrique Fernando Cobos***Gerente Mesa Institucional**enriquecobos@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717***Santiago Clavijo***Practicante de Renta Fija**santiago.clavijo@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814***Olga Dossman***Gerente Comercial**olgadossman@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624***Omar Suarez***Gerente Estrategia Renta Variable**omarsuarez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619***Adda Padilla***Gerente Comercial**addapadilla@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607***Juan Felipe D'luyz***Analista de Renta Variable**juanfelipe.dluyz@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703***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.