

# El Oráculo de ISA

## ¿Crónica de una venta anunciada?

Dado el impacto del COVID-19 en la situación fiscal actual del país, el Ministerio de Hacienda señaló que el Gobierno evalúa la estrategia de administración de activos, entre los cuales resalta ISA, en la que tiene una participación del 51,4%. Puesto que se buscaría mantener el control público en ISA; Ecopetrol, GEB y EPM parten como las opcionadas para participar en el posible proceso de venta, total o parcial de la participación. Analizamos la capacidad de endeudamiento actual de estas tres compañías, resaltando los siguientes aspectos: i) Ecopetrol contaría con la capacidad para comprar el 51,4% de ISA, con un indicador de apalancamiento neto (Deuda Neta / EBITDA) que pasaría a ubicarse en 3,0 x. Desde un punto de vista estratégico, dicha transacción significaría un cambio importante, al ISA operar negocios diferentes a Petróleo y Gas; ii) Para GEB la adquisición de ISA significaría principalmente un sustancial fortalecimiento de su actividad de Transmisión de Energía en Colombia, Perú y Brasil, sin embargo, observamos cuenta con una limitada capacidad de compra, que le impediría en principio comprar la totalidad de la participación del Gobierno en ISA; y iii) No vemos factible que EPM participe en un proceso de compra total o parcial, dado que actualmente incumple un *convenant* con bancos multilaterales frente a su relación Deuda / EBITDA.

27 de enero de 2021

Juan Felipe D'luyz  
**Analista Renta Variable**  
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

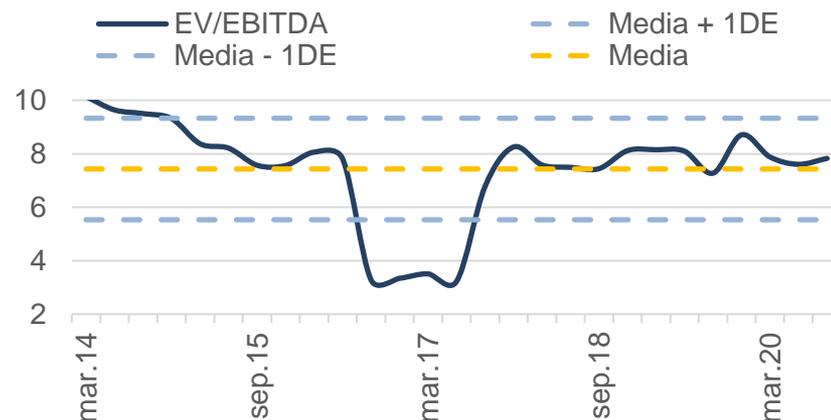
Omar Suárez  
**Gerente Estrategia Renta Variable**  
omar.suarez@casadebolsa.com.co

**Gráfica 1. ISA vs índice COLCAP - Base 100**

Desde el año 2020



**Gráfica 2. EV/EBITDA ISA**



# El Oráculo de ISA

## En tiempos de pandemia la multilatina suena para ser vendida

### Una multilatina que sigue creciendo

ISA tiene presencia en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia y Centroamérica, operando los negocios de Transmisión de energía, Concesiones viales y Telecomunicaciones, que representan el 86,3%, 11,0% y 2,7% del EBITDA generado en los últimos 9 meses respectivamente. En Transmisión de energía, cuenta con una confiabilidad del 99,99%, con Colombia (70%) y Perú (73%) como los mercados donde tiene mayor participación de mercado. En el negocio de Concesiones viales, opera actualmente cerca de 907 km, con una participación de mercado en Chile del 39,3%. **La compañía a través de los años ha continuado consolidando y creciendo su presencia en Latinoamérica**, donde resalta, entre otras transacciones, su reciente ingreso al negocio vial en Colombia y en Perú.

De esta forma, ISA ha evidenciado un desempeño creciente en márgenes operacionales en los últimos años, así como una generación de flujo de caja estable y predecible, aspectos que pensamos continuarían en el mediano y largo plazo acompañados por su ambicioso plan de CAPEX (COP 14,9 BN, 2020 - 2024).

### La Nación evalúa estrategia de administración de activos

A la luz de la retadora situación fiscal actual del país, el Ministerio de Hacienda confirmó en un comunicado dirigido a ISA el pasado 14 de enero de 2021, que en el marco de planeación fiscal de mediano plazo, el **Gobierno evalúa la estrategia de administración de activos, incluida ISA, en la cual la Nación tiene un 51,4% de participación**. Dicha estrategia, con el objetivo de buscar optimizar la rentabilidad del portafolio de empresas en las que tiene participación.

Resaltamos que aunque aún no hay tomada una decisión definitiva y surgen varias interrogantes al respecto, **Ecopetrol, GEB y EPM han surgido como los potenciales compradores de la participación que buscaría vender el Gobierno en ISA, equivalente a COP 14,1 BN**. Vale la pena recordar que las tres compañías

**Gráfica 2. Distribución EBITDA ISA por negocio**  
Últimos 9 meses



Fuente: Estados Financieros ISA

**Tabla 1. Principales Accionistas ISA**

Con corte a diciembre de 2020

<b>Inversionistas Estatales</b>	<b>60,23%</b>
Gobierno colombiano	51,41%
EPM	8,82%
<b>Inversionistas Privados</b>	<b>39,76%</b>
Inversionistas Institucionales	26,88%
Locales	9,63%
Fondos de Inversión Extranjeros	3,22%
Personas Naturales	0,03%
Programas ADRs	0,03%

Fuente: ISA

# El Oráculo de ISA

## Ecopetrol con el músculo para comprar

son controladas por órganos públicos. En el caso de Ecopetrol por el Ministerio de Hacienda, GEB por el distrito de Bogotá y EPM por el Municipio de Medellín. En se sentido, en línea con el análisis realizado por Corficolombiana en su *Informe Semanal I ISA y la optimización del portafolio de empresas de la Nación*, al Ecopetrol, GEB y EPM ser controladas por autoridades públicas o regionales, en principio, la operación de venta de ISA se podría realizar mediante un convenio interadministrativo, evitando así una operación de mercado (OPA).

Bajo este escenario, **en el presente informe buscamos analizar la capacidad de endeudamiento de los tres potenciales compradores para identificar si podrían participar o no en la posible operación de venta de la Nación de la totalidad de la participación que tiene en ISA, o por una participación parcial.**

### Ecopetrol

Pensamos que Ecopetrol cuenta con la capacidad financiera para poder participar en una posible compra de la totalidad de la participación de venta en ISA. Partiendo de su apalancamiento neto (Deuda Neta / EBITDA) de 2,3x, registrado a corte del 3T20, **según nuestros cálculos, en un escenario en que la compañía comprara la participación controlante en ISA, financiando los COP 14,1 BN de la misma con nueva deuda, el nivel de apalancamiento neto se ubicaría en 3,0 x, al igual que al consolidar a ISA en sus EEFF (Tabla 2, escenario 1), en línea con la guía esperada por las calificadoras de riesgo (3,0 x).**

De igual manera, pensamos que la alta generación de EBITDA de ISA, podría llevar en el mediano plazo al indicador de apalancamiento neto inferior a dicho nivel.

No obstante lo anterior, la posible participación de Ecopetrol en la operación pensamos contrasta con la desinversión que realizó en el pasado del 5,31% en ISA a un precio promedio de COP 9.163, cerca de tres veces menor al actual, al mismo tiempo que resaltamos que la operación no se encuentra contemplada dentro de su Plan de Inversión para 2021 anunciado\*.

**Tabla 2. Cálculo Escenarios Ecopetrol**

<i>Escenarios</i>	<b>Actual</b>	<b>1</b>
Participación en ISA	0,0%	51,4%
Monto (COP BN)	0	14,1
<i>Cifras en COP MM</i>	<b>ECO al 3T20</b>	<b>ECO consolidando ISA</b>
EBITDA UDM	19.681.000	25.720.974
Deuda bruta	53.475.000	88.978.646
Efectivo y equivalentes	7.829.000	11.399.166
Deuda Neta	45.646.000	77.579.480
Deuda Neta / EBITDA	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>

Fuente: Estados Financieros Ecopetrol. Cálculos: Casa de Bolsa.

# El Oráculo de ISA

## GEB muestra cariño a ISA, la cual sería un refuerzo importante

Por último, desde un punto de vista estratégico, resaltamos que la compañía adquiriría un activo que opera negocios muy diferentes a las actividades integradas de petróleo y gas en las cuales se enfoca, con los segmentos de Exploración y Producción, Transporte y Refinación, por lo cual representaría un cambio importante en su estrategia.

Por último, destacamos la reciente información anunciada por Ecopetrol, en la cual señaló que presentó una Oferta no vinculante para adquirir la participación del 51,4% de la Nación en ISA, transacción que buscaría financiar, en parte, bajo un esquema de capitalización mediante emisión de acciones, en la que el Gobierno mantendría por lo menos el 80% de la propiedad accionaria en la petrolera colombiana. Vale la pena resaltar, que dicho mecanismo daría lugar a una menor presión sobre el indicador de apalancamiento de la compañía. Finalmente, resaltamos que de materializarse el escenario en el cual Ecopetrol adquiriera el 51,4% en cuestión en ISA, la Nación pasaría a poseer una participación que seguiría siendo controlante, de entre 41,1% - 45,5% en la transmisora de energía.

### GEB

**GEB se encontraría en la capacidad de comprar una participación en ISA cercana a 17,2%.** Lo anterior, contemplaría un escenario en el cual la relación Deuda Neta / EBITDA de la compañía pase de 3,4 veces a 4,5 veces, nivel límite que tomamos con base en *covenants* de apalancamiento neto establecidos sobre GEB en el pasado. Como indicamos en la Tabla 3, escenario 1, la deuda de la compañía pasaría de cerca de COP 14,5 BN a COP 19,3 BN al financiar los COP 4,7 BN con nueva deuda, al mismo tiempo que adicionamos al EBITDA los dividendos esperados proporcionales provenientes de ISA. En dicho escenario, no se consolida a ISA en los EEFF de GEB, dado que contempla una participación del 17,2%.

**Tabla 3. Cálculo Escenarios GEB**

Escenarios	Actual	1	2
Participación a adquirir en ISA	0,0%	17,2%	51,4%
Monto (COP BN)	0,0	4,7	14,1
Cifras en COP MM	GEB al 3T20	GEB Dividendos ISA	GEB Consolidando ISA
EBITDA UDM	3.637.568	3.789.119	9.677.542
Deuda bruta	14.586.469	19.282.624	50.090.115
Efectivo y equivalentes	2.233.742	2.233.742	5.803.908
Deuda Neta	12.352.727	17.048.882	44.286.207
Deuda Neta / EBITDA	3,4	4,5	4,5

Fuente: Estados Financieros GEB. Cálculos: Casa de Bolsa.

# El Oráculo de ISA

## EPM, la menos opcionada

Lo anterior, teniendo en cuenta que frente en un escenario de una compra total de la participación de la Nación por parte de GEB, observamos que el indicador evidenciaría un significativo aumento a 7,2 x. Al consolidar a ISA en los EEFF de la compañía, la relación Deuda Neta / EBITDA se situaría en 4,5 veces, en línea con el límite contemplado en el presente análisis. **De esta forma, consideramos que una posible adquisición del 51,4% de la participación de ISA por parte de GEB no sería factible utilizando solamente deuda y recursos propios, sin el uso de una emisión de acciones y/o posible venta de un activo relevante por parte de la compañía.** De igual manera, de adquirir la participación del 51,4%, la propiedad pública en ISA se mantendría, aunque no directamente en manos del Gobierno.

Resaltamos el reciente interés dado a conocer públicamente por parte de GEB respecto a ISA. La compañía, que participa en todas las actividades de la cadena de energía eléctrica, y gas (salvo exploración y producción), indicó que en línea con el desarrollo de su estrategia de crecimiento en el negocio de transmisión de energía, evalúa oportunidades de inversión tanto a nivel nacional como internacional, afirmando que ISA cuenta con altos estándares técnicos, financieros y de gobierno corporativo en la región. Destacamos que **bajo una posible adquisición de ISA por parte de GEB, esta última consolidaría su presencia en el negocio de transmisión de energía a nivel nacional, en el cual pasaría a tener una participación de mercado de aproximadamente el 90%, así como crecería de manera importante su presencia en Perú y Brasil.**

Sin embargo, vale la pena recordar las necesidades actuales de recursos con las que cuenta el Distrito de Bogotá a raíz del impacto económico en la capital del país por la pandemia, recursos que podría verse disminuidos en un corto plazo vía menores dividendos de GEB por un flujo de caja más limitado dado el mayor endeudamiento que supondría la operación para la compañía.

### EPM

De las compañías que se han puesto sobre la mesa como potenciales compradoras de la participación que evalúa vender el Gobierno, un compromiso financiero con bancos multilaterales, que establece un límite de apalancamiento bruto (Deuda / EBITDA) de 3,5x, nivel que a corte del 3T20 se ubica ampliamente por encima, en 4,4 x. En ese sentido, **dado que EPM no cuenta con la capacidad de apalancarse en una mayor medida, pensamos que su participación en una posible operación de venta, parcial o total, de la Nación en ISA, tiene una factibilidad bastante baja.**

**Tabla 4. Cálculo Escenarios EPM**

Escenario	Actual
Participación a adquirir en ISA	0,0%
Monto (COP BN)	0,0
Cifras en COP MM	
EBITDA	5.837.000
Deuda bruta	25.740.000
Deuda / EBITDA	4,4

Fuente: EPM. Cálculos: Casa de Bolsa.

# El Oráculo de ISA

## ¿Crónica de una venta anunciada?

---

### Para concluir

Con base en el análisis realizado, concluimos que **Ecopetrol cuenta con la mayor capacidad financiera para comprar la totalidad de la participación que analiza desinvertir el Gobierno en ISA**, escenario en el se mantendría la participación controlante de la Nación en la compañía transmisora de energía. De igual forma, la compañía ya ratificó su interés por ISA, al presentar una Oferta no Vinculante por el 51,4%, que buscaría financiar en parte por medio de una emisión de acciones, mecanismo que representaría una menor presión en su indicador de apalancamiento. Dicha adquisición, que no está contemplada en el Plan de Inversión de Ecopetrol, significaría un cambio estratégico importante para la compañía. **Respecto a GEB**, que ya ha manifestado también su interés por ISA, la posible adquisición de ISA representaría principalmente un importante fortalecimiento de su actividad de Transmisión de Energía en Colombia, Perú y Brasil. No obstante, según nuestros cálculos, **GEB cuenta con una menor capacidad de compra**, razón por la cual creemos que no sería factible un escenario en el cual GEB participe en la compra por el 51,4% en ISA financiándola solamente con deuda y recursos propios. Finalmente, resaltamos que el Gobierno no ha dado a conocer aún una decisión tomada de manera definitiva a la fecha frente a la enajenación.

# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Mariafernanda Pulido	<a href="mailto:maria.pulido@casadebolsa.com.co">maria.pulido@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Daniel Numpaqué	<a href="mailto:daniel.numpaqué@casadebolsa.com.co">daniel.numpaqué@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Jose Medina	<a href="mailto:jose.medina@casadebolsa.com.co">jose.medina@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Junior Acciones	Juan Felipe D´luyz	<a href="mailto:juan.dluyz@casadebolsa.com.co">juan.dluyz@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Analista Junior Acciones	Sergio Segura	<a href="mailto:sergio.segura@casadebolsa.com.co">sergio.segura@casadebolsa.com.co</a>	602100 Ext 22636

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco 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. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

## **Bogotá**

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 28-17, Piso 6

Edificio Palma Real

## **Medellín**

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



*Accede a todos nuestros informes  
escaneando el siguiente código QR*



---

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco 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.