

El Oráculo de Ecopetrol

Gobierno inclina la balanza a favor de la iguana

Tras la propuesta presentada por Ecopetrol para adquirir el 51,4% de participación que evalúa enajenar la Nación en ISA, la cual fue aceptada por el Ministerio de Hacienda, la compañía buscaría a través de una **emisión de acciones, que diluiría la participación del Gobierno hasta el 80%, financiar, según nuestros cálculos cerca del 69% de la operación** (al precio de cierre de mercado del 5/02/2021). Así las cosas, Ecopetrol sacrificaría en menor grado su flexibilidad financiera, reduciendo presiones sobre el endeudamiento, en un entorno donde pese a que la incertidumbre ha moderado, sigue siendo alta. Asimismo, esto disminuiría restricciones que podría generar sobre el Plan de Inversiones una compra exclusivamente con deuda y recursos propios. Por su parte, destacamos la **desvalorización presentada por la acción de Ecopetrol (-8,8%) desde conocerse la noticia de la presentación de la oferta**, presionada por la expectativa de la mayor emisión de acciones de la historia en Colombia, el descuento sobre el precio de mercado que se provocaría en la operación y el **sinsabor que generaría la transacción en términos de Gobierno Corporativo**.

Como indicamos en el informe *El Oráculo de ISA I ¿Crónica de una venta anunciada?*, desde el punto de vista financiero, **Ecopetrol es la más opcionada para comprar ISA**. Frente a **GEB, que también ha manifestado interés por ISA, aunque estratégicamente tendría más sentido la adquisición, pues cuenta con una participación de mercado importante en transmisión de energía (c.20%) y el alcance de sinergias podría ser mayor, vemos muy limitada su capacidad de compra**, por lo que tendría que recurrir a una emisión de acciones y/o venta de algún activo importante. No obstante lo anterior, **GEB podría ya haber quedado por fuera de la carrera por ISA tras la aceptación por parte del Ministerio de Hacienda de la oferta de Ecopetrol**. Estaremos monitoreando nueva información que nos permita aclarar si GEB aún podría comprar ISA o no.

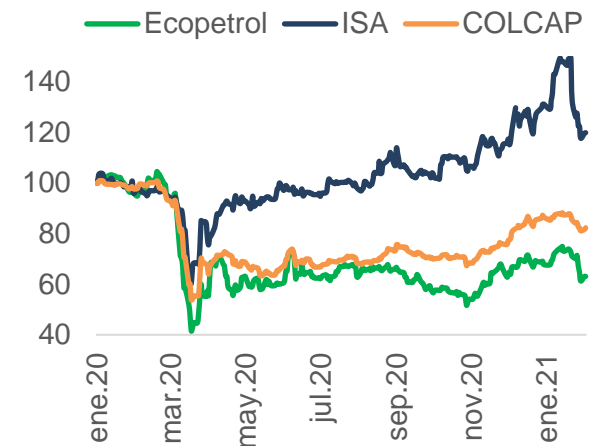
Es importante recordar que la generación de valor como resultado de esta transacción estaría en función del precio de compra de ISA y el precio de emisión de las acciones de Ecopetrol, además de las posibles sinergias entre estas. **El tiempo es escaso, y las calificadoras estarán mirando con lupa cada movimiento que tenga impactos fiscales para este y el otro año antes de tomar una decisión definitiva**.

08 de febrero 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. Ecopetrol e ISA vs COLCAP
Base 100



Fuente: Bloomberg. Construcción: Casa de Bolsa

El Oráculo de Ecopetrol

Se vendría importante emisión de acciones para financiar parte de la compra

Ecopetrol alza la mano por ISA

Destacamos la presentación **por parte de Ecopetrol de una Oferta no vinculante para adquirir la participación de la Nación en ISA del 51,4%**, compañía que el Gobierno, entre otras, evalúa enajenar. Así mismo, la aceptación del Ministerio de Hacienda de la misma, donde se **firmaría un contrato de exclusividad con la compañía para que perfeccione durante el 1S21 la oferta presentada**, que contempla una capitalización, a través una emisión de acciones, para financiar parte de la compra, así como el uso de recursos propios y otros esquemas de financiación disponibles. Respecto al primer mecanismo, la compañía indicó que la participación de la Nación en la petrolera colombiana pasaría del 88,5% actual hasta mínimo el 80%. De esta forma, Ecopetrol oficializó su interés por la transmisora de energía y su oferta fue aceptada, aunque aún se desconoce el precio a pagar por ISA y el precio a ofertar en la emisión de acciones.

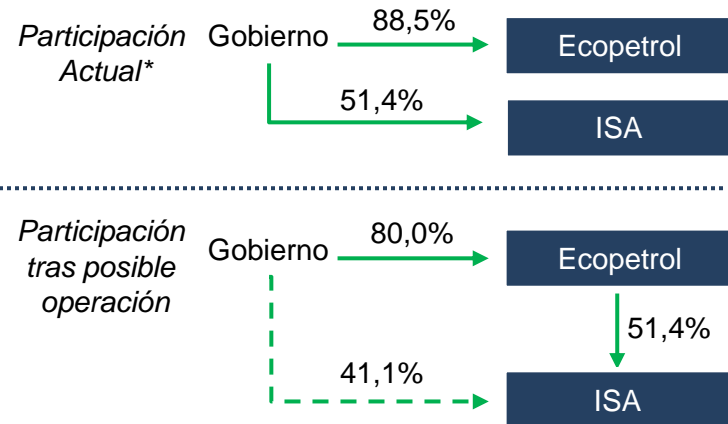
Es relevante mencionar que **la transacción se llevaría a cabo mediante un convenio interadministrativo entre la compañía y el Ministerio de Hacienda**, por lo cual, no se realizaría una Oferta Pública de Adquisición (OPA), considerando que la Nación seguiría ejerciendo control sobre las dos compañías. En el caso de ISA, **de realizarse la operación en cuestión, el Gobierno pasaría a tener el 41,1% (de diluirse su participación en Ecopetrol al 80%) de participación en ISA (Gráfica 1)**. De esta manera, teniendo en cuenta las necesidades actuales de caja de la Nación y que no se daría una participación de los accionistas minoritarios en la operación, **pensamos que la operación dejaría un sin sabor en términos de gobierno corporativo**.

Importantes aspectos a tener en cuenta

A precios de cierre de mercado del 5 de febrero de 2021, la operación ascendería a cerca de COP 13,5 BN (sin tener en cuenta una posible prima de control), **representando un poco menos del límite superior del rango anunciado por Ecopetrol en su plan de inversión para 2021 (USD 3.500 MM – 4.000 MM)**, el cual **resaltamos no contempla la posible adquisición de ISA**. La transacción conllevaría un incremento en el nivel de apalancamiento de la compañía, dinámica que limitaría la flexibilidad financiera con la que cuenta, y con la cual logró sortear el fuerte impacto de la significativa caída de los precios del crudo en el año 2020.

Gráfica 2. Composición Accionaria Ecopetrol

Con corte a junio de 2020



*Fuente: Superintendencia Financiera. Construcción: Casa de Bolsa

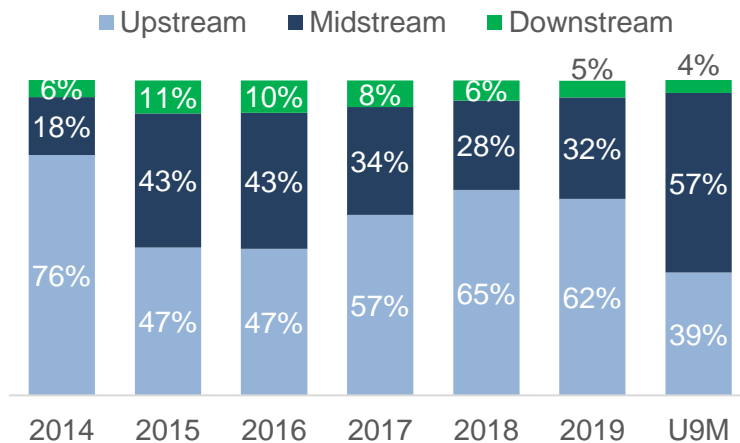
El Oráculo de Ecopetrol

Adquisición donde ganaría diversificación, sacrificando flexibilidad financiera

Dicha menor flexibilidad financiera para la empresa, debilitaría su margen de maniobra en una coyuntura en la cual no obstante el grado de incertidumbre es menor que en gran parte de 2020 y los precios del crudo han presentado una importante recuperación, las implicaciones de la pandemia siguen estando presentes. Así mismo, el mayor apalancamiento podría restringir su capacidad de generación de flujo de caja, limitando los dividendos potenciales a repartir, al menos en el corto plazo. No obstante, el *management* de Ecopetrol indicó que no planean modificar su política de distribución de dividendos para 2021, donde esperan repartir el 40% - 60% de sus utilidades generadas en 2020.

Desde un punto de vista estratégico, es importante recordar que ISA opera negocios ampliamente diferentes a Ecopetrol, con Transmisión de energía como su principal negocio, seguido en una menor medida por Concesiones Viales y Telecomunicaciones. Sin embargo, la compañía indicó que **la transacción contempla la estrategia de largo plazo de consolidarse como un jugador relevante en el sector energético nacional y de la región, así como dar un paso en su transición energética y de descarbonización**. Aun así, en principio, no son del todo claras las sinergias que puedan llegar a darse entre las dos compañías tras la posible adquisición. Ahora bien, es importante mencionar que de darse, **Ecopetrol podría disminuir su alta dependencia a los precios del crudo con ISA**, al tener un portafolio mucho más diversificado, con exposición a negocios altamente regulados y cuya generación de flujo de caja más estable.

Gráfica 3. Evolución Composición EBITDA Ecopetrol
Con corte a septiembre de 2020



Del mismo modo, la petrolera colombiana indicó que ISA conservaría una independencia en su manejo, por lo que creemos que el ambicioso plan de CAPEX contemplado por la transmisora de energía para 2020-2024 (COP 14,8 BN) se mantendría.

Se vendría posible emisión de acciones

Resaltamos la **dilución a los accionistas actuales que representaría la mayor oferta de acciones de Ecopetrol tras la emisión que contemplaría realizar**. Sin embargo, vale la pena resaltar que se pasaría a tener una participación no solo sobre la misma compañía, dado que Ecopetrol pasaría a tener un portafolio de compañías con una mayor diversificación con ISA abordo.

Con base en la oferta planteada por Ecopetrol, según nuestros cálculos **emitiría cerca de 4,3 mil MM de acciones (10,5% más del circulante**

El Oráculo de Ecopetrol

Con suficiente capacidad para comprar, pero buscando no usarla toda

actual), cantidad con la cual la participación de la Nación no sería menor del 80%.

En principio, a través de la capitalización, **Ecopetrol obtendría cerca de COP 9,3 BN** (con base en el precio de cierre de la acción del 5 de febrero de 2021). Asimismo, vale la pena resaltar que dicha emisión, la tercera en la historia de Ecopetrol, superaría los COP 5,7 BN de la primera, llevada a cabo en 2007, y los COP 2,4 BN de la segunda, la cual se produjo en 2011.

Como indicamos en nuestro informe, [El Oráculo de ISA ¿Crónica de una venta anunciada?](#) **Ecopetrol cuenta con la capacidad para comprar el 51,4% de participación de la Nación en ISA**, dado que si financiara la totalidad de la compra con nueva deuda, su nivel de apalancamiento neto (Deuda Neta / EBITDA) ascendería a 3,0x (sin consolidar a ISA en sus EEFF), como se observa en la Tabla 1, escenario 1, nivel que se encontraría en línea con el límite estipulado por las calificadoras de riesgo.

No obstante, dicho incremento, además de restarle flexibilidad financiera como indicamos anteriormente, podría limitar la ejecución de su plan de CAPEX en próximos años.

En ese sentido, la emisión de acciones representaría un mecanismo por medio del cual Ecopetrol aliviaría el incremento en su indicador de apalancamiento, dado que, **según nuestros cálculos, financiaría por medio de dicha capitalización aproximadamente el 69% de la compra de ISA**. Así las cosas, no obstante la compañía indicó que el resto de la compra se podría financiar mediante recursos propios y otros esquemas de financiación disponibles, incluida la desinversión en activos no estratégicos, **de financiar el cerca de 31% restante solamente mediante nueva deuda (Tabla 1 escenario 2), el indicador Deuda Neta / EBITDA pasaría a situarse en 2,5 x** (sin consolidar a ISA en sus EEFF).

Tabla 1. Escenarios Compra ISA por parte de Ecopetrol

Escenarios	Actual (3T20)	1	2
Participación en ISA	0,0%	51,4%	51,4%
Monto (COP BN)	0	13,5	4,2
Cifras en COP mil MM			
EBITDA UDM	19.681	19.681	19.681
Deuda bruta	53.475	66.934	57.647
Efectivo y equivalentes	7.829	7.829	7.829
Deuda Neta	45.646	59.105	49.818
Deuda Neta / EBITDA	2,3	3,0	2,5

Fuente: Estados Financieros ISA y Ecopetrol. Precios con corte al 05/02/2021.

El Oráculo de Ecopetrol

AFPs cuentan con un holgado espacio para comprar

De igual forma, **resaltamos que de producirse la operación, Ecopetrol pasaría a consolidar a ISA en sus estados financieros al pasar a tener una participación controlante sobre la compañía transmisora de energía**, que con cifras al 3T20, añadiría un EBITDA de COP 6,1 BN y una deuda de aproximadamente COP 21,1 BN. De esta manera, si realizamos el ejercicio de observar a que nivel ascendería el apalancamiento neto de Ecopetrol tras llevar a cabo la emisión contemplada y consolidando a ISA en sus estados financieros, este se ubicaría en 2,6x. De igual manera, vale la pena mencionar que esperamos que en 2021 los resultados financieros de la petrolera colombiana evidencien una dinámica de recuperación frente al impacto recibido en 2020, lo cual ayudaría al nivel de apalancamiento neto a descender en el mediano plazo.

AFPS, con espacio importante actualmente y tras dilución

Resaltamos que las AFPs, en sus portafolios de Pensiones Obligatorias, tienen conjuntamente una participación accionaria en Ecopetrol de cerca del 3,0% (con base en información de la superintendencia financiera a junio de 2020), la cual se diluiría con la emisión contemplada a 2,7%. Al calcular cuantas acciones podrían comprar las AFPs **para al menos mantener su participación actual**, observamos que serían aproximadamente 129 MM, cantidad que a precios de mercado del 5 de febrero de 2021 significaría una compra por cerca de COP 277 mil MM.

Es importante resaltar **el importante espacio de compra que evidencian las AFPs en Ecopetrol** frente a su límite regulatorio de 10% en sus portafolios de pensiones obligatorias. Dicho margen, les brindaría un holgado margen de compra en la emisión de acciones contemplada, un factor relevante teniendo en cuenta que la participación de **los Fondos de Pensiones jugaría un papel fundamental en el éxito de la emisión, dada su alta importancia en el mercado accionario local.**

Tabla 2. Principales accionistas Ecopetrol

	<i>Actual</i>	<i>Tras emisión</i>
Inversionistas Estatales	88,5%	80,0%
Gobierno colombiano	88,5%	80,0%
Inversionistas Privados	11,55%	10,45%
Inversionistas Institucionales	3,4%	3,1%
Fondos de Inversión Extranjeros	3,6%	3,3%
Otros accionistas	4,6%	4,1%

Fuente: Superintendencia Financiera. Cifras con corte al 2T20. Construcción: Casa de Bolsa

Tabla 3. Participación accionaria AFPs en Ecopetrol Portafolios de Pensiones Obligatorias

AFPs Pensiones Obligatorias	Participación Actual
Porvenir	1,4%
Protección	1,2%
Colfondos	0,4%
Old Mutual	0,0%

Fuente: Superintendencia Financiera. Cifras con corte al 2T20. Construcción: Casa de Bolsa

El Oráculo de Ecopetrol

¿El principal contendor, habría quedado fuera de la carrera por ISA?

GEB, el principal contendor ¿fuera de la carrera?

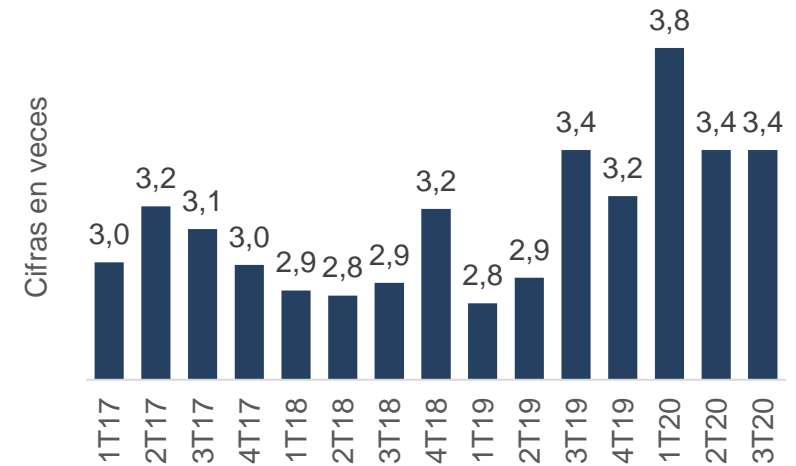
GEB se perfilaba como otra compañía que podría pujar por comprar a la transmisora de energía, dado que en el caso de EPM, actualmente incumple un *covenant* respecto a su indicador de apalancamiento por lo cual no vemos factible su participación en el posible proceso de venta de ISA. **En el caso de GEB, es importante resaltar que actualmente cuenta con una capacidad de compra limitada**, la cual le alcanzaría para comprar tan solo cerca de 15,3% del valor de ISA a precios de mercado actuales (COP 23.640), tomando como referencia el nivel límite de apalancamiento establecido en el pasado por *covenants* sobre la compañía de 4,5x. Lo anterior, dado que al simular el ejercicio de una compra del 51,4% de ISA, su nivel de apalancamiento superaría las 7 veces. Ahora bien, como indicamos en nuestro informe citado, al consolidar a ISA en los EEFF de GEB, observamos que el nivel de apalancamiento se situaría alrededor de 4,5x.

De esta forma, **consideramos que una posible adquisición del 51,4% de la participación de ISA por parte de GEB está limitada por su capacidad de compra**, la cual vemos poco factible sin una emisión de acciones y/o venta de activos relevante. Adicionalmente, un alto apalancamiento como consecuencia de la transacción podría limitar de manera importante la ejecución de sus planes de inversión de capital así como su estable dinámica de distribución de dividendos en los últimos años.

Finalmente, no obstante lo anterior, **resaltamos que tras la aceptación de la oferta presentada por Ecopetrol por parte del Ministerio de Hacienda, GEB podría haber quedado por fuera de la carrera por ISA**. Lo anterior, no obstante GEB señaló, en línea con su manifestado interés por la compañía transmisora de energía, la autorización por parte de su Junta Directiva para presentar una oferta no vinculante por la participación de la Nación en ISA. Vale la pena recordar que **a diferencia de Ecopetrol, el accionista mayoritario de GEB no es la Nación, sino el Distrito de Bogotá**, razón por la cual, en el escenario en el cual se aceptase la oferta realizada por GEB, el Gobierno no podría seguir ejerciendo el control directamente sobre ISA.

Gráfica 3. Evolución Deuda Neta / EBITDA GEB

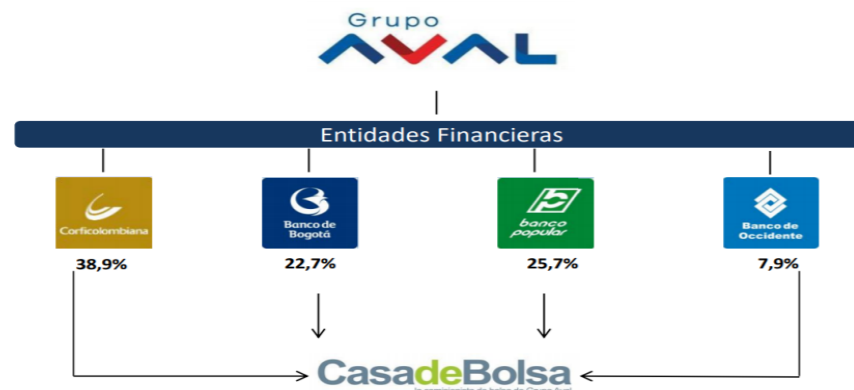
Con corte a septiembre de 2020



Fuente: Estados Financieros GEB. Construcción: Casa de Bolsa

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Mariafernanda Pulido	maria.pulido@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Daniel Numpaqué	daniel.numpaqué@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Jose Medina	jose.medina@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Junior Acciones	Juan Felipe D'luiz	juan.dluiz@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Junior Acciones	Sergio Segura	sergio.segura@casadebolsa.com.co	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.