



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

El Oráculo de ISA



El Oráculo de ISA

Una roca en medio de la tormenta

ISA hace parte del pequeño grupo de emisores que ha experimentado una baja afectación por la crisis económica actual por el COVID-19. Sus dos principales negocios, Transmisión de Energía y Concesiones Viales, que representan el 97,6% de la generación de EBITDA, han probado una alta resiliencia frente al deterioro de las condiciones económicas en la región, dado su bajo riesgo de demanda. En ese sentido, pensamos que los resultados financieros de ISA continuarán esa positiva dinámica en lo que resta del año, impulsados principalmente por los nuevos proyectos puestos en operación en países como Colombia, Chile y Perú y a la espera de la posible consolidación de la Concesión Costera Cartagena–Barranquilla durante el 2S20. En el mediano y largo plazo, resaltamos que la agresiva estrategia de crecimiento de ISA, cuyo CAPEX para 2020 y 2021 asciende a COP 9,9 BN, estará respaldada por una mayor generación de FCO, al igual que un mayor desembolso de créditos. Sin embargo, pensamos que ISA cuenta con niveles de apalancamiento adecuados (Deuda Neta/EBITDA de 3,0 x), por debajo de lo estipulado por las calificadoras de riesgo. **Así las cosas, para perfiles de inversión conservadores, pensamos que ISA sigue evidenciando un atractivo fundamental, reflejado en un espacio de valorización de 14,1% con base en nuestro precio objetivo (COP 23.130). Igualmente, el potencial al alza en el precio estaría acompañado por una rentabilidad vía dividendos, dado el bajo impacto de la coyuntura en la generación de utilidades de la compañía. No obstante, es relevante monitorear el escenario de una posible enajenación de ISA por parte del Gobierno, dada la afectación en las cuentas fiscales por el impacto económico del COVID-19, factor que podría generar un ruido importante en la acción.**

02 de octubre de 2020

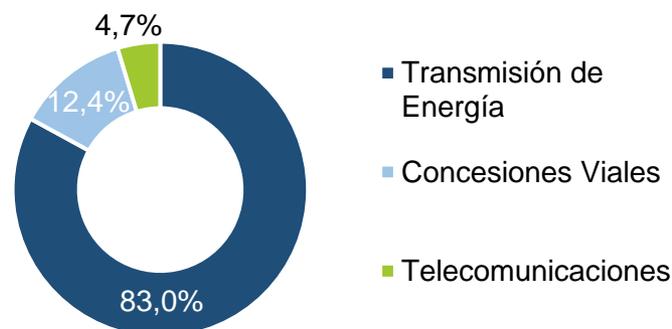
Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

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



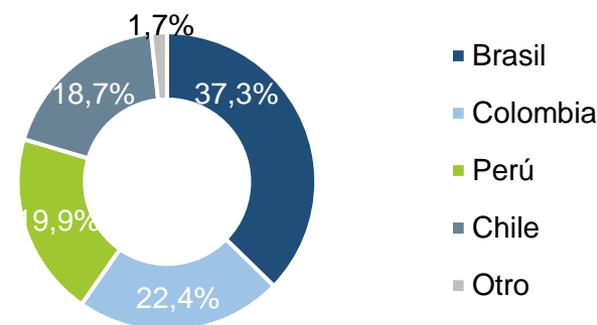
Gráfica 1. Composición ingresos ISA por negocio

Cifras del 1S20



Gráfica 2. Composición ingresos ISA por país

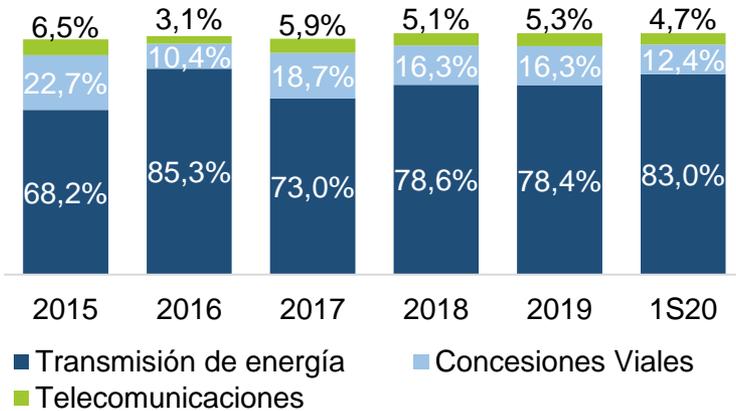
Cifras del 1S20



El Oráculo de ISA

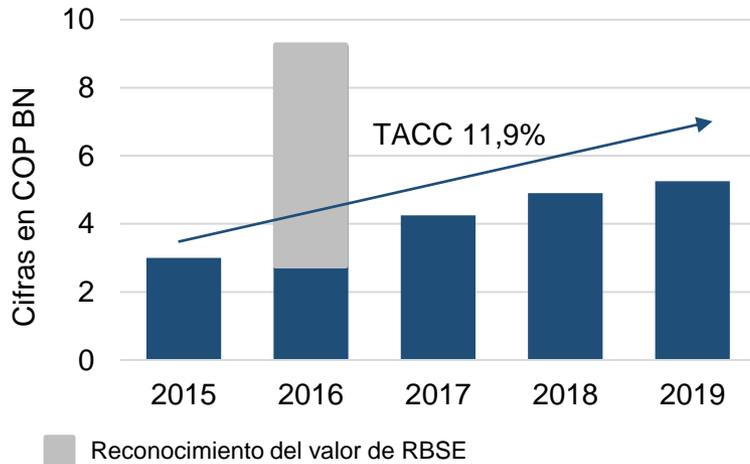
Dinámica operacional sin mayores síntomas por COVID-19

Gráfica 3. Composición Ingresos por negocio ISA



Fuente: Informes financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa.

Gráfica 4. Ingresos operativos Transmisión Energía ISA



Fuente: Informes financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa.

Dinámica de Ingresos casi inmune al COVID-19: Destacamos la alta resiliencia que han probado los resultados operacionales de ISA en lo corrido de 2020 frente al retador entorno económico derivado del COVID-19. Lo anterior, principalmente debido a que **los negocios de los cuales proviene el 95,4% de su generación de ingresos operacionales (Gráfica 3), Transmisión de Energía (83,0%) y Concesiones Viales (12,4%), son altamente regulados y tienen un bajo riesgo de demanda, y por ende, la dinámica de ingresos es estable y predecible.**

Asimismo, destacamos la **alta diversificación geográfica que presenta la compañía, con presencia en cuatro países de la región principalmente (Gráfica 2), aspecto que le permite mitigar la exposición a una única jurisdicción regulatoria,** y que ha probado ser un pilar de crecimiento para ISA en sus diferentes negocios.

En el caso de **Transmisión de Energía, segmento cuyos pagos dependen de la disponibilidad de la red en los sistemas de los países donde ISA tiene presencia y no del comportamiento de la demanda de energía,** los ingresos registran una tasa anual de crecimiento compuesta en los últimos cinco años del 11,9% (Gráfica 4), reflejando una importante resiliencia a diferentes ciclos económicos.

A corte del 1S20, los ingresos ascienden a COP 3,35 billones (+27,9% A/A), en medio de la entrada en operación de nuevos proyectos en Colombia, Chile y Perú, e impulsados por la revisión tarifaria de ISA CTEEP y el reconocimiento del costo de capital (Ke) y actualización de la base de activos de remuneración de la RBSE (Red Básica del Sistema Existente), por parte de ANEEL. Estos dos hechos ocurridos, representaron cerca del 38,4% del EBITDA generado en el 2T20 (COP 1,8 BN).

El Oráculo de ISA

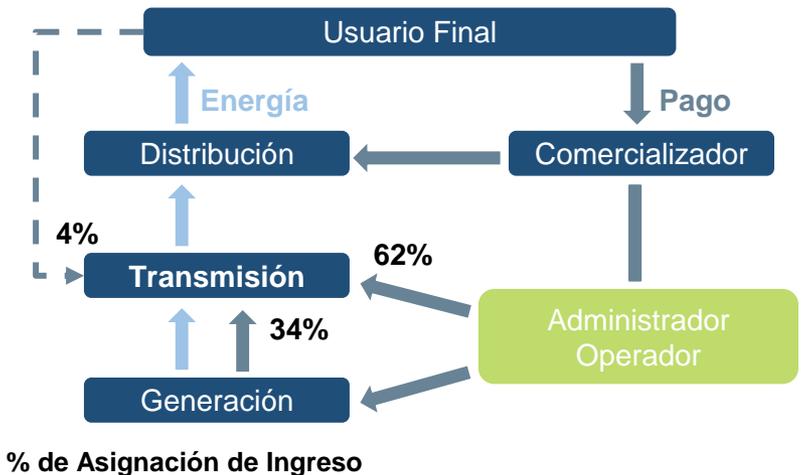
Alivios en el sistema no han generado impacto relevante en recaudo

Frente al COVID-19, el negocio de Transmisión de Energía ha registrado un impacto bajo. Esto, puesto que no obstante **los Gobiernos de países donde ISA opera definieron medidas de alivio garantizando la prestación del servicio, como prorrogar el pago de facturas (2 y 3 meses desde abril), se han implementado sin romper la cadena de pagos del sistema.** Lo anterior, a través de por ejemplo en Colombia y Brasil (59,7% de ingresos) líneas de crédito para Comercializadores y Distribuidores.

En **Concesiones Viales**, si bien el menor tráfico por los periodos de restricción de movilidad impactan el recaudo, siendo al 1S20 16% menor A/A, la liquidez no se ha visto afectada gracias al esquema de cuentas de reservas de ISA. **Adicionalmente, las concesiones viales de la compañía en Chile tienen mecanismos de compensación contractuales de ingreso mínimo garantizado y plazos variables, que la blindan de periodos de reducción en la movilidad.** De esta manera, observamos unos ingresos de Vías al 1S20 6,5% menores A/A, principalmente por la menor cuenta por cobrar por el progreso en el tiempo de concesión, no obstante por la coyuntura el plazo se ampliaría. Por su parte, resaltamos la mayor diversificación geográfica en Vías tras la adquisición de Concesión Costera Cartagena–Barranquilla, que incorporarían en sus estados financieros en el 2S20, donde Vías pasaría a participar 23% de los ingresos operacionales consolidados y 18% en el EBITDA anual.

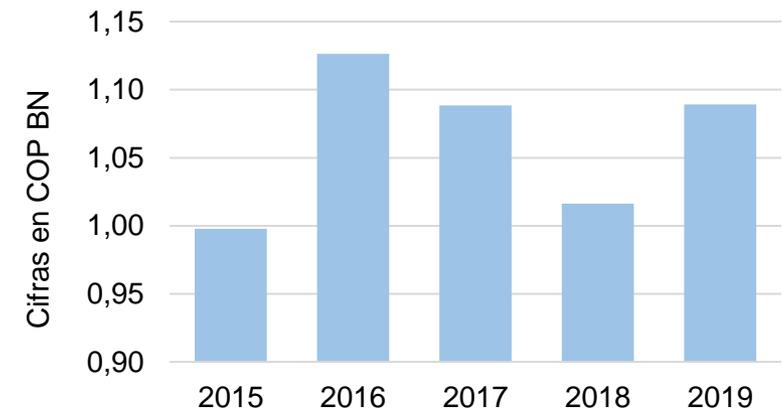
Sin embargo, resaltamos que **los riesgos entorno a cambios regulatorios son de alta relevancia para la compañía, y más en una coyuntura como la actual.** Actualmente, es importante seguir monitoreando en Colombia el cambio de remuneración en Transmisión de Energía por parte de la CREG, el cual aún no se tiene certeza de cuando entraría en vigencia.

Gráfica 5. Estructura Flujo de Ingreso mercado de Energía



Fuente: Presentación Resultados 1T20 ISA. Construcción: Casa de Bolsa.

Gráfica 6. Ingresos operativos Concesiones Viales ISA



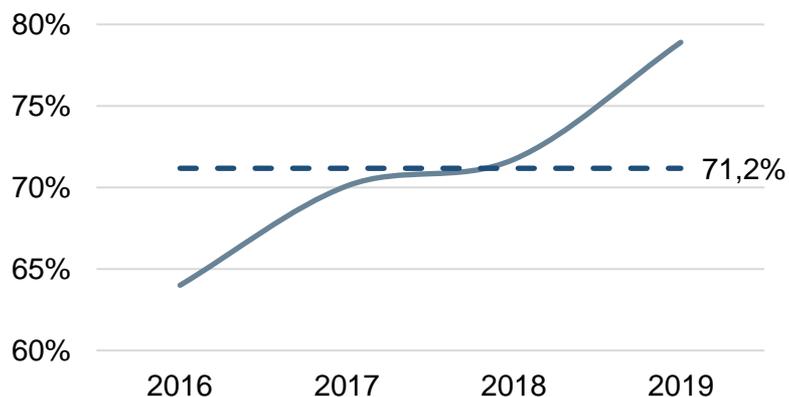
Fuente: Informes Financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo de ISA

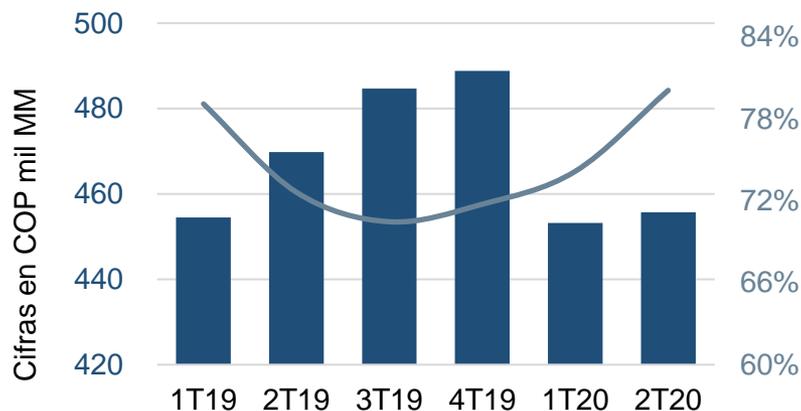
Margen EBITDA promedio de 71,2% desde 2016 refleja solidez operacional

Gráfica 7. Evolución Margen EBITDA (Sin construcción) ISA



Fuente: Informes financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa.

Gráfica 8. Margen EBITDA ISA vs Costos y Gastos AOM



Fuente: Informes financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa.

Fortaleza de márgenes operacionales: La entrada en operación de nuevos proyectos de ISA ha impulsado en los últimos años la dinámica operacional de la compañía. **En 2019, el margen EBITDA se ubicó en 78,9% (+7,2 p.p. frente a 2018), jalonado por la entrada de proyectos de Transmisión de Energía en Colombia, Chile, Brasil y Perú,** sobresaliendo la línea de transmisión Pan de Azúcar – Polpaico en Chile, que entró en operación en mayo de 2019 y representa un ingreso anual adicional para la compañía de cerca de USD 31,7 millones.

Por su parte, destacamos que **actualmente 27 proyectos se encuentran en construcción, aunque a raíz de la coyuntura 15 proyectos de Transmisión de Energía debieron ser suspendidos, generando un atraso promedio de 3 meses y unos sobrecostos por USD 29 millones. No obstante, dichos proyectos ya se han reiniciado en su totalidad.** En ese sentido, y pese al atraso generado, esperamos que los proyectos actualmente en construcción, que entrarían en operación entre 2020 y 2025, impulsarán los ingresos de la compañía en el mediano y largo plazo.

Durante lo corrido de 2020, aunado a la alta resiliencia que evidencia tanto el negocio de Transmisión de Energía como el de Concesiones Viales, resaltamos el mayor control en términos de costos y gastos AOM (administración, operación y mantenimiento) por parte de ISA (Gráfica 8), aspecto que también ha favorecido su desempeño operativo. A corte del primer semestre del presente año, el nivel de costos y gastos AOM registra un decrecimiento de 1,7% anual, explicado en parte por ahorros de la compañía en términos de gastos laborales como viáticos, viajes y capacitaciones, y administrativos, relacionados a las oficinas, a raíz de la coyuntura actual.

El Oráculo de ISA

Ambicioso Plan de Inversiones para respaldar entrada de nuevos proyectos

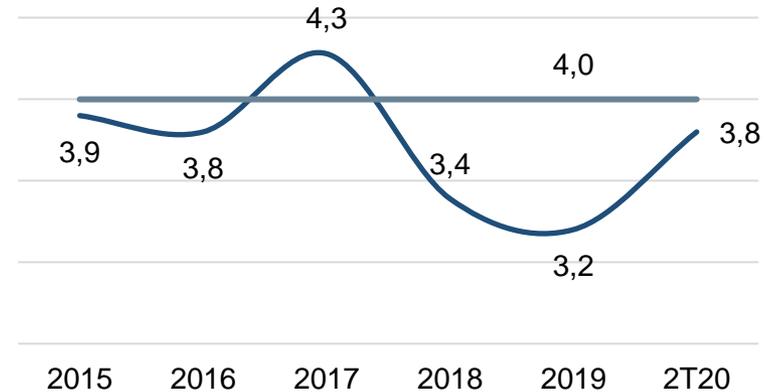
Flexibilidad financiera para iniciar agresivo plan de inversión: Resaltamos la relación de apalancamiento (Deuda/EBITDA), que a corte de 2019 se ubicó en su menor punto de los últimos 5 años (Gráfica 9), dinámica principalmente explicada por el importante crecimiento del EBITDA mayormente ante la entrada en operación de nuevos proyectos. Al considerar la mayor robustez en términos de efectivo (cuyo saldo en 2019 fue mayor 24,8% A/A), el indicador Deuda Neta/EBITDA se ubicó en 2,45 x (-19,1% A/A).

Sin embargo, la ambiciosa estrategia de crecimiento de ISA, reflejada en un robusto plan de inversiones, que para 2020 asciende a COP 5,48 BN (+COP 2,88 BN mayor al CAPEX ejecutado en 2019), ha derivado en mayores necesidades de financiación en el 1S20 para respaldar el mismo, del cual se ha ejecutado ~32,8% del 2020 E. De esta manera, la deuda financiera ascendió a COP 20,5 BN, con un aumento neto de deuda de COP 1,6 BN frente a 2019 (sin contar efecto por conversión), donde la deuda de largo plazo pasó a representar el 89,1% (-2,3 p.p. frente a 2019) y la de corto plazo el 10,9%. Así las cosas, **el indicador de apalancamiento bruto pasó a 3,8 x, no obstante aún permanece por debajo del nivel exigido por las calificadoras de riesgo.** Por su lado, resaltamos la política de cobertura natural de ISA, al buscar tomar deuda en la misma moneda en que las diferentes compañías del grupo perciben sus ingresos, para así reducir presiones asociadas a la variación en las tasas de cambio.

Pensamos que **el ambicioso plan de inversiones de la compañía continuaría respaldado por mayores desembolsos de créditos, no obstante dado el bajo impacto de la coyuntura actual en los negocios de la compañía y su estabilidad en la generación de flujo de caja operacional, pensamos que el apalancamiento (Deuda/EBITDA) para 2020 permanecería inferior a 4 veces.**

Gráfica 9. Deuda / EBITDA ISA

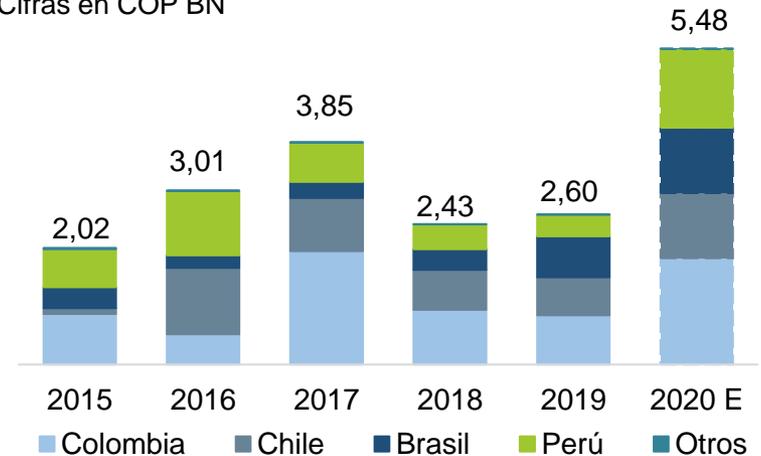
Cifras en veces



Fuente: Informes Financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa

Gráfica 10. CAPEX

Cifras en COP BN



Fuente: Informes Financieros ISA. Construcción: Casa de Bolsa

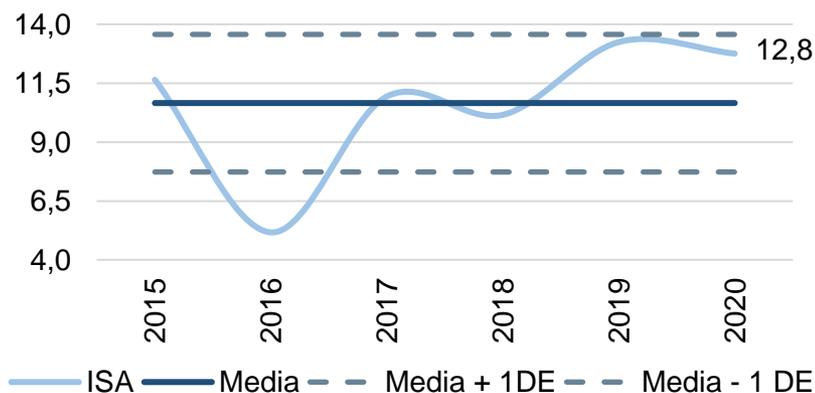
El Oráculo de ISA

Solidez en resultados soportan EV/EBITDA superior al promedio histórico

Al analizar los múltiplos financieros de ISA frente a su historia, observamos que la acción luce por encima de su promedio desde 2015. En el caso del P/E (Gráfica 11), 19,8% superior a su múltiplo promedio de los últimos 6 años, dinámica que se explica por el avance que ha registrado el precio de la acción en lo corrido del presente año (+4,0%), siendo una de las de mejor comportamiento del COLCAP, índice respecto al cual genera un *alpha* de 33,5 p.p. De esta manera, la acción de ISA ha probado ser una inversión defensiva en una coyuntura con un elevado grado de incertidumbre como la actual, al estar respaldada por un emisor cuyos negocios no han experimentado una afectación financiera relevante por la pandemia y que en ese sentido continuarían evidenciando un comportamiento operacional estable y predecible que impulsará la generación de utilidades.

Gráfica 11. Múltiplo P / E

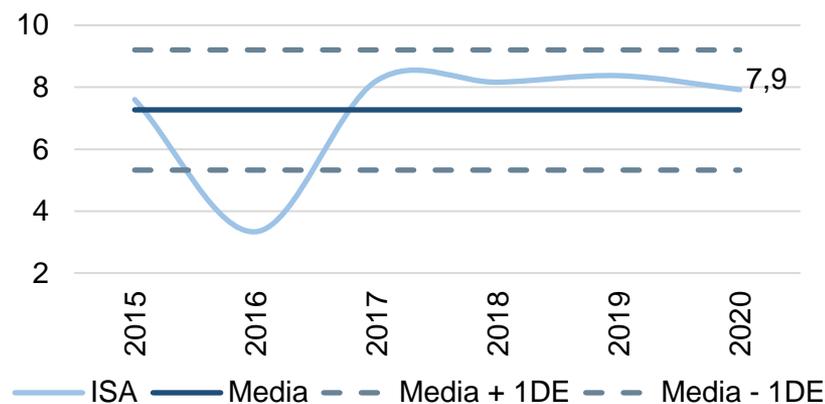
Cifras en veces



Fuente: Bloomberg; Construcción: Casa de Bolsa

Gráfica 12. Múltiplo EV / EBITDA

Cifras en veces



Fuente: Bloomberg; Construcción: Casa de Bolsa

Respecto al EV/EBITDA (Gráfica 12), se ubica en 7,9 veces, levemente por encima de su media desde 2015 (7,27 veces). Resaltamos que la dinámica creciente en los resultados operacionales de la compañía ha soportado que este múltiplo de valoración se encuentre por encima de su promedio histórico. Así las cosas, pensamos que es un múltiplo que aún refleja un atractivo en el nombre, considerando la alta resiliencia de la compañía frente a la retardadora coyuntura actual, su ambicioso plan de crecimiento, adecuada liquidez, un nivel de apalancamiento dentro del rango requerido y la futura entrada de nuevos proyectos en operación, que continuará impulsado los resultados de ISA en el mediano y largo plazo.

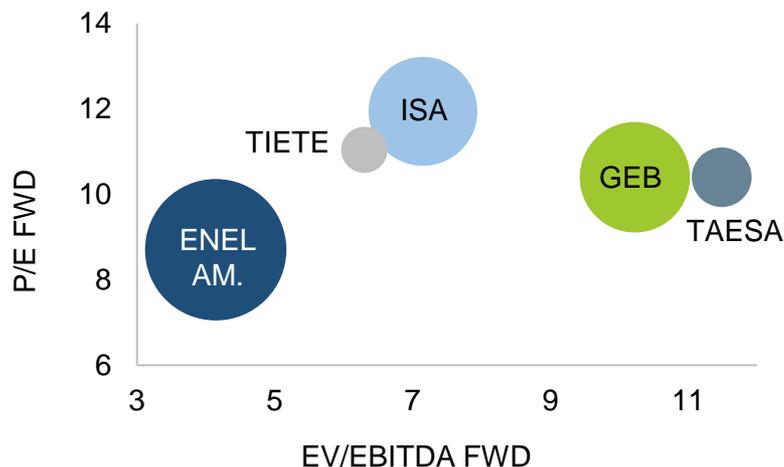
El Oráculo de ISA

Múltiplos argumentados por una mayor rentabilidad operacional

En términos relativos, ISA respecto a su P/E (2021) se encuentra por encima del promedio de sus comparables 13,8%. Respecto al EV/EBITDA esperado en 2021, luce saludable, ligeramente por encima de 7x, y refleja un descuento del 10% frente al grupo de compañías comparables (7,9 x). Respecto a un comparable del sector de *Utilities* a nivel local, GEB, evidencia un mayor atractivo en términos de EV/EBITDA. Igualmente, resaltamos frente a GEB que, pese a contar con una diversificación geográfica similar a ISA y operar el negocio de Transmisión de Energía, tiene una mayor integración con Generación y Distribución, al igual que cuenta con exposición a Transporte, Distribución y Comercialización de gas. En el caso de Enel Américas, un grupo también más integrado, está enfocado en Distribución de energía.

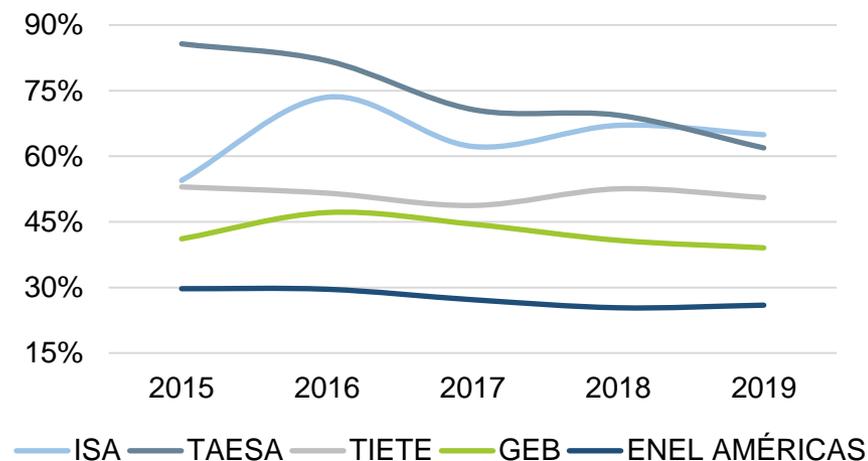
Gráfica 13. Valoración Relativa

Cifras en veces



Fuente: Bloomberg. Construcción: Casa de Bolsa. Burbujas según Market Cap

Gráfica 14. Margen EBITDA ISA vs Comparables



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

Vale la pena destacar la mayor rentabilidad operativa que ha presentado ISA durante los últimos años frente a sus comparables. (Gráfica 14). En ese sentido, pensamos que los múltiplos analizados de la compañía se ven argumentados por un desempeño en términos de rentabilidad operacional superior tanto frente a su historia (Gráfica 7) como respecto a sus pares en la región.

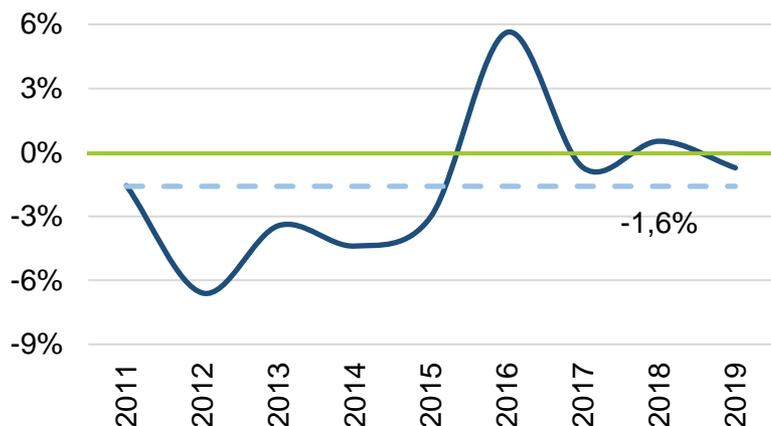
Así las cosas, **bajo un enfoque de múltiplos forward de la compañía, llegamos a un precio objetivo para ISA de COP de 23.130**, el cual conllevaría un espacio de valorización de 14,1% frente al precio actual de mercado.

El Oráculo de ISA

Tendencia creciente históricamente en la relación ROE vs Ke

Gráfica 15. ROE vs Ke

Ke rezagado un año. Cifras desde 2010



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

Al analizar la relación entre el retorno patrimonial (ROE) de ISA y su costo de capital (Ke) durante los últimos diez años, observamos una dinámica creciente con un pico y generación de exceso de retorno financiero (ROE – Ke) en 2016, año en el cual el ROE (21,7%) se vio impulsado por el primer ajuste de valor de la RBSE. Al excluir dicho efecto, el indicador se ubicó en 9,5%.

Es importante tener en cuenta que el concepto de la relación ROE vs Ke, es de largo plazo. Asimismo, resaltamos la resiliencia del indicador durante los años frente a diferentes ciclos económicos, en línea con la dinámica de los negocios en los cuales ISA concentra sus actividades, altamente regulados y con un bajo riesgo de demanda.

Por su parte, resaltamos un escenario que ha cobrado mas fuerza durante el transcurso de la actual crisis, **la posible enajenación de activos por parte del Gobierno, incluida ISA, que podría ser total o parcial.** Dicha posibilidad, **dada la importante afectación en las cuentas fiscales de Gobierno a raíz del impacto económico del COVID-19, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo nuevamente se contempló.** Considerando la participación mayoritaria del Gobierno en ISA del 51,41%, **la enajenación total de ISA representaría, a precios de mercado actuales, un ingreso para el Estado de COP 11,6 BN,** una cifra relevante en búsqueda de intentar alivianar las grandes necesidades fiscales del país. De esta manera, **destacamos el ruido que puede llegar a generar en el precio de la acción la posibilidad de la desinversión del Estado en ISA,** considerando igualmente que podría conllevar el reconocimiento de una prima de control. No obstante, resaltamos que estos proyectos tienen un periodo de duración prolongado y conllevan grandes desafíos políticos, como demostró ser la privatización, por ejemplo, de ISAGEN.

En conclusión, destacamos que ISA ha probado ser un activo defensivo históricamente a los diferentes ciclos económicos, incluida la difícil coyuntura económica actual producto de la pandemia. En lo corrido del presente año, ha evidenciado una baja afectación en sus dos negocios que más participan en su generación de ingresos, Transmisión de Energía (83,0%) y Concesiones Viales (12,4%), reflejado en un margen EBITDA (sin construcción) que a corte del 1S20 se ubicó en 77,5% (+4,9 p.p A/A). Sin embargo, pensamos que el **principal riesgo para ISA corresponde a posibles cambios regulatorios en medio de la actual coyuntura, que puedan llegar a impactar en mayor medida la dinámica de recaudo en sus negocios.**

El Oráculo de ISA

Una roca en medio de la tormenta

En un escenario en que no haya una afectación en el comportamiento de sus negocios por modificaciones entorno a la regulación, esperamos que **el resiliente desempeño de los resultados de la compañía se mantenga en lo que resta de 2020, año en el cual no obstante se produjo un retraso, en promedio de 3 meses, en la ejecución de algunos proyectos en construcción por la emergencia sanitaria en el segmento de Transmisión de Energía, pensamos continuaría impulsado por el ingreso de proyectos ya puestos en operación en países como Colombia, Chile y Perú, y, en Concesiones Viales, por la posible consolidación de la Concesión Costera Cartagena–Barranquilla durante el 2S20.**

De igual manera, respecto al plan de inversión estimado por la compañía (COP 5,5 BN en 2020 y COP 4,4 BN) esperamos siga respaldado por un mayor desembolso de créditos, aunque sin deteriorar sustancialmente sus indicadores de apalancamiento, que a corte del 2T20 se ubica en 3,0 veces (Deuda Neta / EBITDA), por debajo de lo establecido por las calificadoras de riesgo. **Bajo el análisis y valoración por múltiplos financieros de la compañía realizado, afirmamos nuestro precio objetivo para la acción de ISA de COP 23.130, el cual refleja un *upside* de 14,1% respecto al precio de mercado actual, y que esperamos esté acompañado por una estabilidad en la política de distribución de dividendos de la compañía en 2021.** Finalmente, **consideramos de alta importancia monitorear en el corto y mediano plazo la posibilidad de que el Gobierno oficialice su plan de enajenación de activos, dentro de los cuales se encuentra ISA, por el mayor deterioro de las cuentas fiscales del país a raíz de la crisis económica por el COVID-19. De conocer una intención más firme por parte del Gobierno respecto a esta decisión, la acción podría incorporar una mayor volatilidad.**

¿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	Santiago Clavijo	santiago.clavijo@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Miguel Zapata	miguel.zapata@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'luyz	juan.dluyz@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.