

# El Oráculo de Ecopetrol SPA entre Ecopetrol e ISA

Al cierre de la jornada de ayer, se anunció el Acuerdo de Venta y Compra (SPA por sus siglas en inglés) entre Ecopetrol y Minhacienda, mediante el cual Ecopetrol adquiere el 51,4% de la participación accionaria de ISA, el 100% de propiedad Minhacienda en dicha sociedad. El precio acordado por acción es de COP 25.000. La firma de este contrato interadministrativo implica el acuerdo de ambas partes sobre el valor de la participación, equivalente a COP 14,2 billones, cuyo plazo de cancelación es el 6 de diciembre, si bien Ecopetrol espera realizar este pago durante las próximas seis semanas. La totalidad de la transacción se va a financiar con deuda.

De acuerdo con nuestros análisis, con la información financiera de Ecopetrol al 2T21 y nuestras estimaciones de ISA al mismo periodo (EBITDA de COP 1.76 billones), el impacto esperado para la nueva Ecopetrol (Ecopetrol consolidando a ISA) genera valor en el retorno sobre el patrimonio, retorno sobre el capital invertido y utilidad por acción. Adicionalmente se genera una mejora en el margen EBITDA de la compañía. Al realizar el ejercicio con Ecopetrol sin consolidar a ISA, asumiendo un nivel de EBITDA de COP 30,8 BN en 2021 para Ecopetrol, se registraría un endeudamiento de 2,0x (Deuda bruta / EBITDA), inferior al nivel límite de 2,5x, y por debajo del endeudamiento registrado en 2020. En cuanto a la valoración, el cambio en la estructura de capital de Ecopetrol al pasar de un nivel de deuda sobre capital de 44,7% hoy a 50,4% al final del año habiendo asumido la totalidad de la deuda de ISA, resulta en un incremento de 53 pbs en el Ke y de 1 pbs en el WACC.

La transacción planteada tiene un precio 16,3% superior al cierre del mercado de ayer, lo cual no resulta alto teniendo en cuenta que se está pagando una prima de control. El precio implica un múltiplo EV/EBITDA de 7,1x. Al tomar una muestra de transacciones comparables recientes (Enel Americas, CPFL, Transmissora Alianza y CPFL) obtuvimos un múltiplo EV/EBITDA de 7,3x.

Limitando el análisis a Ecopetrol, concluimos lo siguiente: 1) La situación actual y esperada del mercado petrolero permite a Ecopetrol financiar la transacción con deuda 100%, 2) la transacción genera valor bajo las métricas utilizadas en estos casos, 3) Ecopetrol deja de ser una empresa de petróleo y gas "pura" (O&G pure play), si bien la volatilidad de sus resultados deberá disminuir, 4) no se identifican sinergias en el corto plazo debido a esta transacción, y 5) el efecto en la valoración de Ecopetrol es mínimo y se da vía las tasas de descuento de los primeros tres años del periodo de proyección explícita. Una mención breve al tema fiscal: Dado que la deuda de las empresas estatales no se tiene en cuenta en la regla fiscal, la transacción implica ingresos para el gobierno sin un incremento en la deuda, pero lo cierto es que este ingreso viene de deuda asumida por una empresa estatal. En últimas el gobierno está registrando un ingreso a partir de mayor endeudamiento. **Luego de la teleconferencia de la tarde de hoy enviaremos el informe completo sobre esta operación.**

Tabla 1. Indicadores accretion de Ecopetrol (%)

Accretion	Ecopetrol (2T21 LTM)	Ecopetrol + ISA (2T21 LTM E)
ROA	6,0%	5,8%
ROE	14,5%	17,6%
ROIC	11,0%	11,4%
EBITDA Margin	43,1%	47,7%
EPS	220,3	296,1

Tabla 2. Indicadores indebtedness de Ecopetrol (x)

Indebtedness	Ecopetrol (2T21 LTM)	Ecopetrol + ISA (2T21 LTM E)
Gross Debt / EBITDA	1,64x	2,60x
Net Debt / EBITDA	1,46x	2,32x
Debt to Equity	0,71x	1,27x



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

12 de agosto de 2021

**Dirección de Estrategia y Producto**

**Juan David Ballén**

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

**Luis Felipe Sanchez Sanabria**

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

**Daniel Numpaque**

Analista Junior Renta Fija  
daniel.numpaque@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

**Omar Suarez**

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

**Sergio Segura**

Analista Junior Renta Variable  
sergio.segura@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext:

**Alejandro Ardila**

Analista Junior Renta Variable  
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext:

**Maria Jose Ochoa**

Practicante Renta Fija  
maria.ochoa@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

**Gerencias Regionales**

**David Sierra**

Gerente Regional Centro  
david.sierra@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 319 7600 Ext. 4220

**Mauricio Rodas Lopez**

Gerente Regional Medellín  
mauricio.rodas@corficolombiana.com  
Tel: 319 7600 Ext. 4220

**Jorge Andres Figueroa Oviedo**

Gerente Regional Occidente  
jfigueroa@casadebolsa.com.co  
Tel: 898 0600 Ext. 27787

**Viviana Patricia Escaf Raad**

Gerente Regional Norte  
viviana.escaf@casadebolsa.com.co  
Tel: 368 1000 Ext. 5600

**Ana Milena Arenas**

Gerente Regional Oriente  
ana.arenas@fiducorcolombiana.com  
Tel: 642 4444 Ext. 5503

**Mesa Institucional Acciones**

**Alejandro Forero**

Head de acciones Institucional  
alejandrorforero@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

**Juan Pablo Serrano**

Trader de acciones Institucional  
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  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

**Adda Padilla**

Gerente Comercial  
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.