



ISA

## Portafolio diversificado mitiga riesgos

Valor Justo:

**COP 24,700**

Comprar

Potencial: 58.6% | Riesgo: Alto | Cierre: 15,510

### INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	17,180
Dividendo anual 2023E (COP)	959
Retorno por dividendo	6.2%
%MSCI Colcap	9.7%
# Acciones (mm)	1,108
P/VL actual	1.73x
P/U actual	14.90x

Esperamos que ISA juegue un papel relevante para Colombia en la transición energética, lo que sumado a su exitosa estrategia de crecimiento, y el *pipeline* de proyectos en la región, nos lleva a estimar que sus cifras se seguirán expandiendo a tasas mayores a las anticipadas en su estrategia 2030. El buen desempeño operacional, acompañado de indicadores de rentabilidad de doble dígito se mantendrían, aunque el entorno de elevadas tasas de interés generará presiones en el corto plazo.

Destacamos, que propuestas de cambios regulatorios imprimen incertidumbre sobre el sector de energía eléctrica, sin embargo, al tener un portafolio diversificado, tanto por líneas de negocio como geográficamente, ISA logra mitigar parcialmente algunos de estos riesgos.

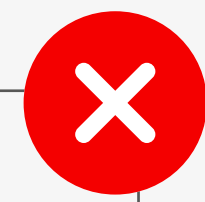
## ¿POR QUÉ COMPRAR?

La reciente desvalorización de la acción constituye una oportunidad muy atractiva de exponerse a un descuento alto frente al valor justo. Además, la compañía cuenta con cifras financieras sólidas, así como con un nivel de riesgo moderado dado su portafolio diversificado, geográficamente y por línea de negocio.

### Autores

Ana María Guasca  
Analista Acciones  
amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz  
Analista Líder Acciones  
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





## ISA / FICHA TÉCNICA

ISA – Interconexión Eléctrica S.A. -(ISA:BVC), compañía perteneciente al Grupo Ecopetrol, es un grupo multilatin con experiencia en negocios de Energía Eléctrica, Vías y Telecomunicaciones en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centroamérica. Actualmente cuenta con más de 46

empresas, 66,668 km de líneas de transmisión, 860 km de vías en operación y 136 en construcción, posicionándose como una de las empresas más grandes en los segmentos de transmisión y construcción de vías, en la región.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	54,030	61,698	65,279	68,324	71,526
Pasivos	33,884	39,565	40,077	40,154	40,256
Patrimonio	20,146	22,133	25,202	28,170	31,270
Pasivo/Activos	62.7%	64.1%	61.4%	58.8%	56.3%
Deuda Neta/EBITDA	2.8x	3.3x	2.9x	2.8x	2.6x
ROE	10.2%	7.5%	8.5%	7.8%	7.3%
ROA	3.8%	2.7%	3.3%	3.2%	3.2%
ROIC	11.9%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos operacionales	10,168	11,161	12,216	12,659	13,246
Costo de ventas	(3,594)	(4,041)	(4,478)	(4,685)	(4,954)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>6,573</b>	<b>7,120</b>	<b>7,739</b>	<b>7,974</b>	<b>8,292</b>
Gastos administrativos	(362)	(476)	(530)	(513)	(521)
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>6,211</b>	<b>6,644</b>	<b>7,208</b>	<b>7,461</b>	<b>7,771</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,059</b>	<b>1,666</b>	<b>2,133</b>	<b>2,205</b>	<b>2,297</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,573</b>	<b>7,120</b>	<b>7,941</b>	<b>8,292</b>	<b>8,742</b>
Margen Bruto	64.6%	63.8%	63.3%	63.0%	62.6%
Margen Neto	20.3%	14.9%	17.5%	17.4%	17.3%
Margen EBITDA	64.6%	63.8%	65.0%	65.5%	66.0%

COMPARTIR

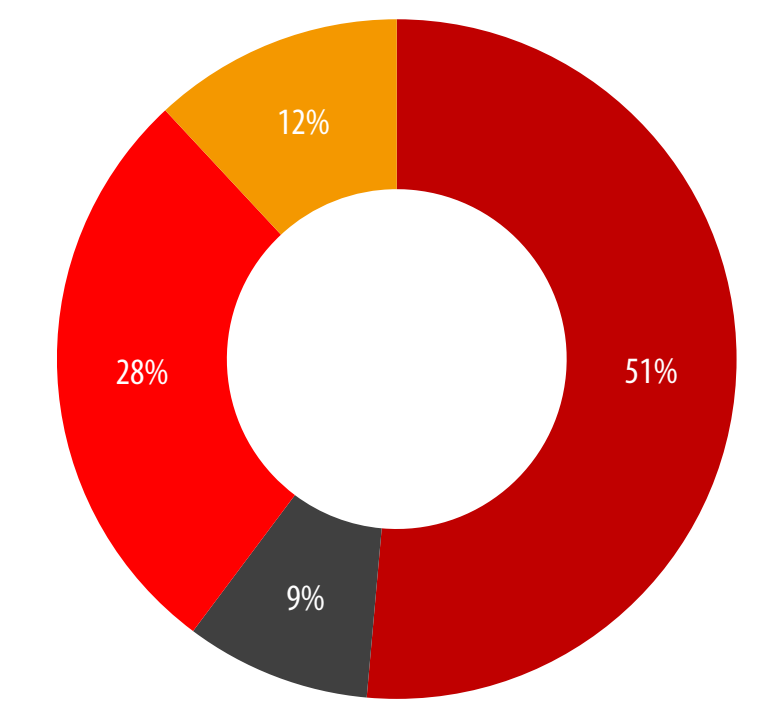




Resumen					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	1,108	1,108	1,108	1,108	1,108
Cap. Bursátil (COP mil millones)	28,467	24,812	17,180	17,180	17,180
Precio (COP/acción)	25,700	22,400	15,510	15,510	15,510
VL (COP/acción)	11,888	12,968	14,144	15,175	16,257
UPA (COP/ acción)	1,859	1,504	1,926	1,990	2,074
EV	54,133	55,835	49,929	51,773	52,830
EV/EBITDA	8.2x	7.8x	6.3x	6.2x	6.0x
P/VL	2.2x	1.7x	1.1x	1.0x	1.0x
P/U	13.8x	14.9x	8.1x	7.8x	7.5x
Retorno por dividendos	2.6%	5.8%	4.8%	6.2%	6.4%
Dividendo por acción	675	1,303	749	959	991

\*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

### Composición accionistas



Fuente: ISA

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺





## HIPÓTESIS DE VALOR

**Diversificación de fuentes de generación de EBITDA por geografía mitiga riesgos regulatorios:** Es un hecho que el principal riesgo del sector en el que se encuentra ISA se deriva de cambios regulatorios que puedan afectar la estabilidad en los flujos de caja, lo que cobra aún más relevancia en Latinoamérica, ante los cambios sociopolíticos. La mejor forma de mitigar ese riesgo es la diversificación y en esto ha trabajado ISA desde hace varios años.

Es así como actualmente la compañía es el mayor transmisor de energía eléctrica de Latinoamérica con redes en Colombia, Perú, Bolivia, Brasil y Chile, e interconexiones internacionales que operan entre Colombia - Ecuador y Ecuador - Perú. Al tiempo, ha avanzado en otras líneas de negocio como lo son concesiones viales y telecomunicaciones. Esto ha significado una importante diversificación geográfica en la fuentes de generación de ingresos y EBITDA, donde el país que mayor participación tiene es Brasil, aportando cerca del 39% del EBITDA.

Esta característica constituye un importante diferencial respecto a otras compañías del sector como GEB o Celsia, en las que Colombia representa el 70% y 85% del EBITDA, respectivamente. Vale la pena resaltar que ISA tiene como meta incursionar en otros países como EE.UU o Argentina, sin embargo, a la fecha este plan no se ha materializado.



COMPARTIR

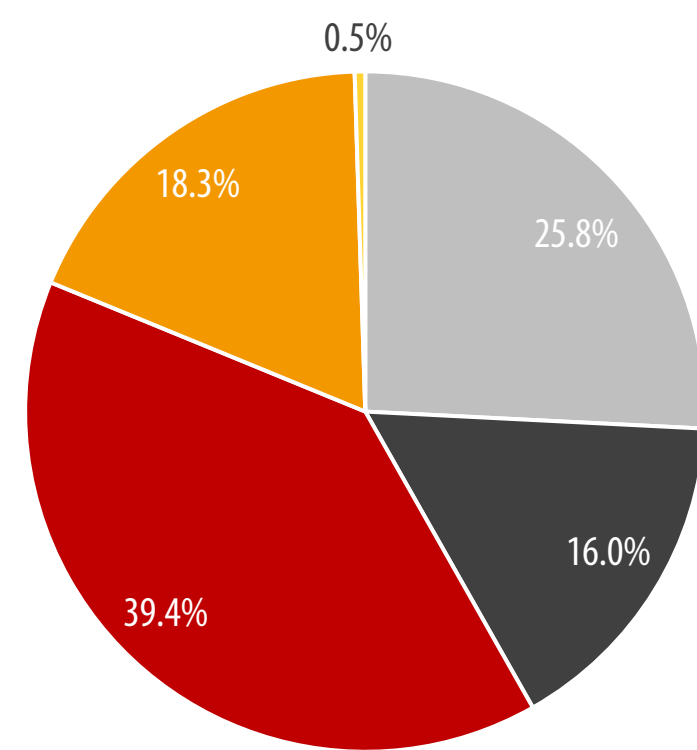
- 
- 
- 
- 
-



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

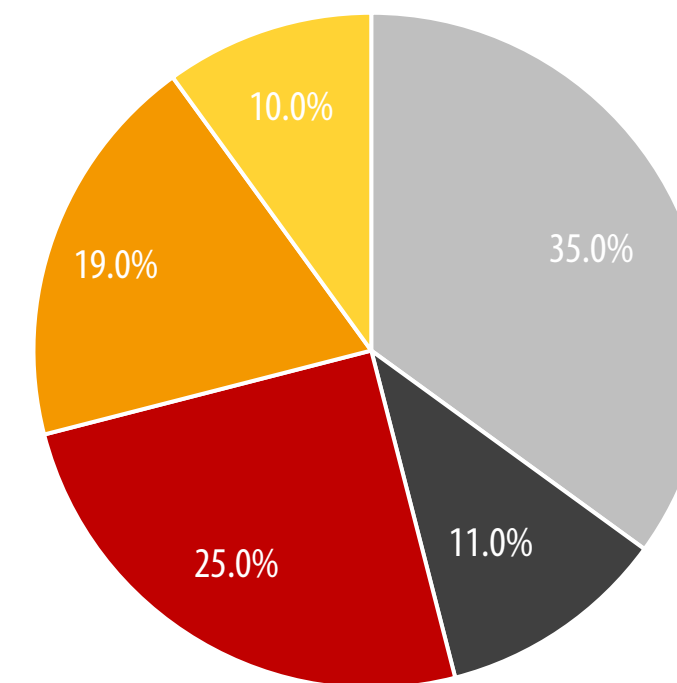
**EBITDA por geografía 2021**



■ Colombia ■ Chile ■ Brasil ■ Perú ■ Otros

Fuente: ISA

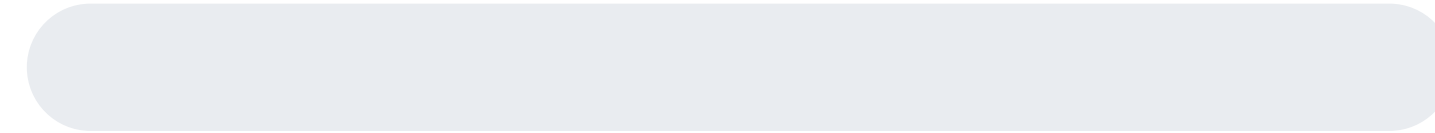
**EBITDA por geografía 2030**



■ Colombia ■ Chile ■ Brasil ■ Perú ■ Otros

Fuente: ISA

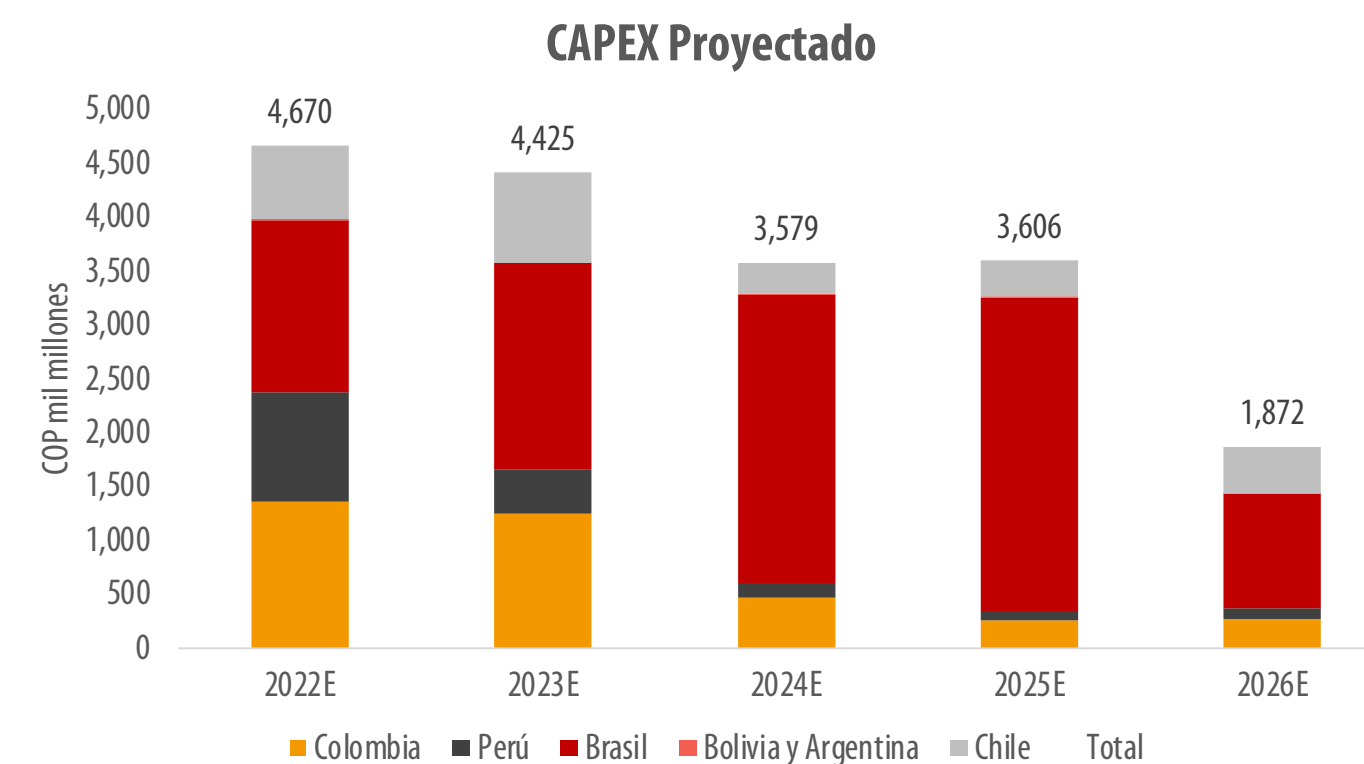




**Estrategia 2030 se materializaría más rápido de lo planeado:** En el año 2018 ISA presentó su estrategia al 2030, que incorporó como meta, para ese año, alcanzar COP 8.1 billones en EBITDA (vs COP 4.8 billones en 2018), así como invertir USD 10,500 millones en negocios y geografías actuales y nuevas. Al cierre del 2021 ya se había ejecutado el 27% de la meta de inversiones y el EBITDA cerró en COP 7.1 billones (CARG: 14%), por lo que es muy probable que la meta se cumpla antes de lo planeado, y/o se revise al alza, en línea con el anuncio en su llamada de resultados, en donde se ajustaron al alza las proyecciones de utilidad a cierre del 2022. Además, en los próximos días, en el Investor Day de la compañía ( 06 de octubre), esperamos que comparta su plan estratégico a 2040, alineado el de su accionista mayoritario, Ecopetrol.

La compañía participa activamente en procesos de licitación para la adjudicación de proyectos de transmisión de energía e infraestructura, así como en el crecimiento inorgánico a través de adquisiciones. De hecho, en lo corrido del 2022, ISA ha resultado adjudicataria de proyectos que suman en CAPEX USD 974 millones, y

que agregarían ingresos anuales de USD 75 millones . Vale la pena resaltar que solo con los proyectos adjudicados, entre el 2022 y el 2027 el plan de inversiones de ISA se sitúa alrededor de COP 18.2 billones, concentrado principalmente en proyectos en Brasil, Colombia y Chile.

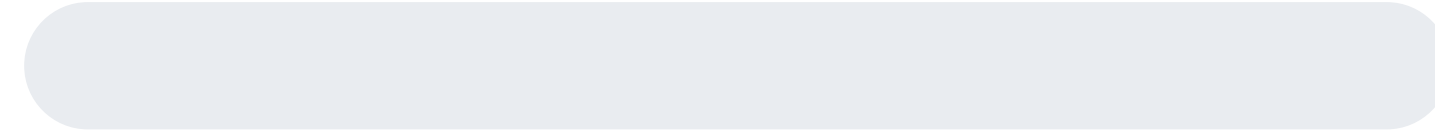


Fuente: ISA



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



### Interconexión con Panamá, muy cerca de materializarse:

Luego de más de 15 años desde que nació la idea de interconectar Colombia y Panamá, el proyecto por fin comienza a tomar forma. Ambos países conciliaron la ruta por donde pasará la línea, la cual tendría una extensión de 500 km y representaría una inversión cercana a USD 900 millones, a cargo de ISA y la compañía panameña ETESA.

La ruta tendría tres tramos: el primero en el lado de Panamá (220 km), el segundo a través de un cable submarino (130 km) y el tercero del lado colombiano (150 km). Se prevé que los estudios estén terminados a finales de 2022, por lo que en 2023 se podrá convocar a la licitación. Vale la pena resaltar que ISA durante años ha liderado este proyecto.

### Interconexión Eléctrica Colombia-Panamá



Fuente: La prensa Panamá



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

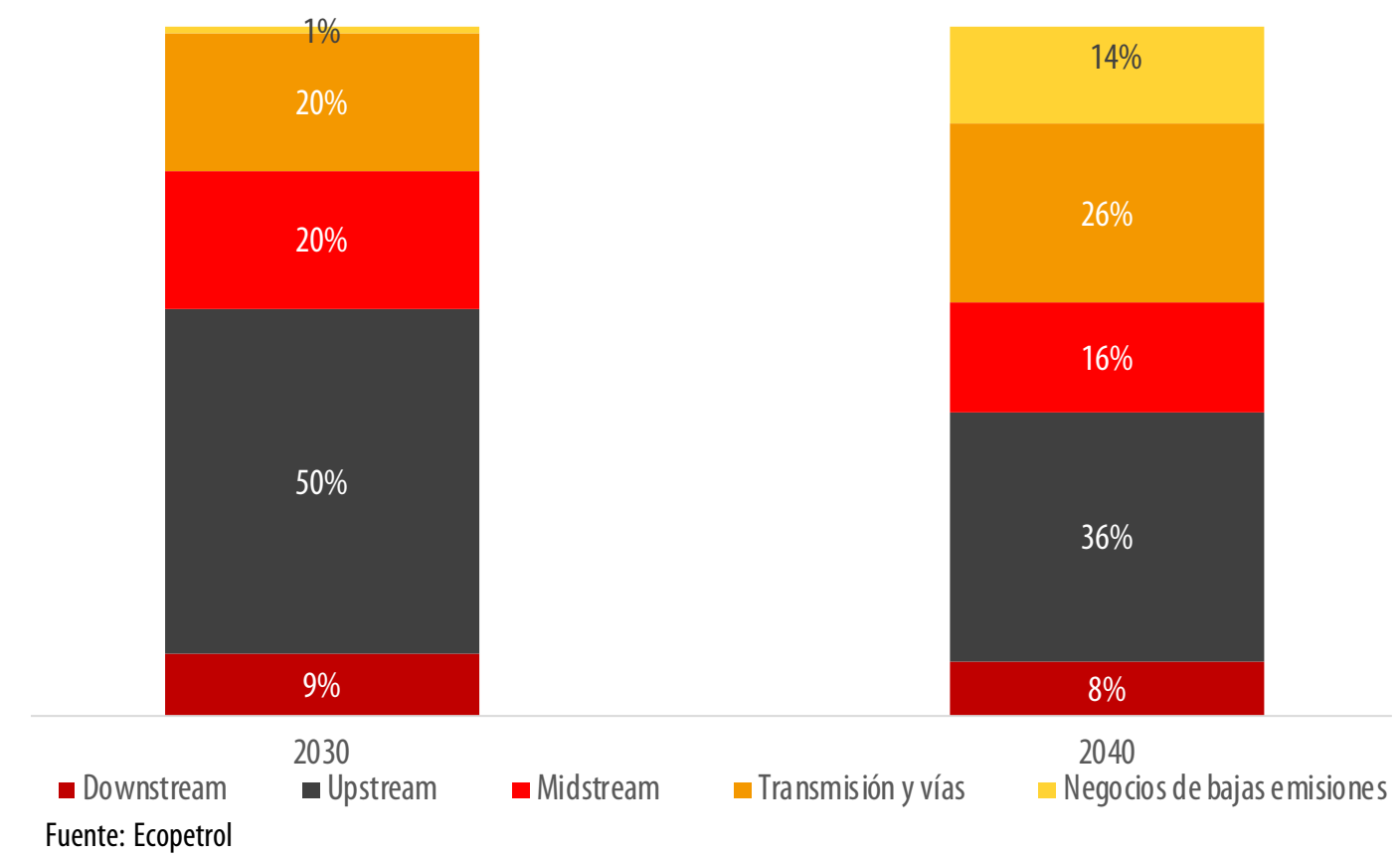


### ISA, un jugador clave para la transición energética en Colombia:

El gobierno ha mencionado que en su meta de avanzar rápidamente en la transición energética, Ecopetrol será un jugador clave, el cual a su vez, ha fijado a ISA esta misma meta y estima que este negocio pasaría de representar el 10.9% de su EBITDA a 26% en 2040. Por un lado, el crecimiento puede venir del negocio de transmisión, puesto que la transición energética requiere inversiones no solo en fuentes de generación de energía renovable, sino ampliar la infraestructura para llevar esta energía desde donde se produce a donde se consume.

Por otro lado, no descartamos que en el caso de Colombia se realicen cambios regulatorios que le permitan a la compañía intervenir en otras líneas de negocio de la cadena, o que empiece ese camino fuera del país.

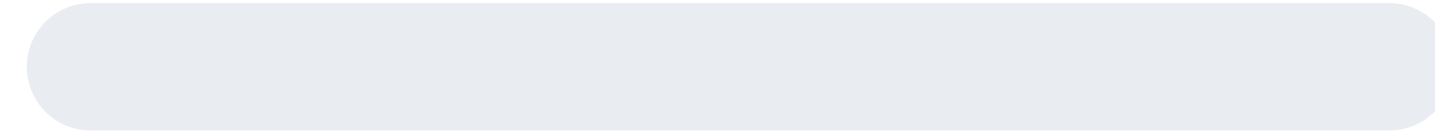
EBITDA por segmento



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺





---

## RIESGOS

**Cambios regulatorios en Colombia podrían impactar la confianza en el sector:** El sector de *utilities* en Colombia se ha caracterizado por tener un marco regulatorio estable y propicio para la inversión. Con el efecto de las tarifas de energía en la inflación, se plantearon alternativas que impactan la confianza en el sector y sus compañías. Recientemente la calificadora de riesgos, Fitch, se pronunció al respecto diciendo: *“un cambio estructural sustancial en el entorno regulatorio, debido a interferencia política, podría influir directamente en los perfiles crediticios de las compañías de generación, distribución y transmisión de electricidad, e indirectamente en los servicios de agua y distribución de gas natural”*

Si bien el segmento de transmisión, donde participa ISA, representa solo el 6% de la tarifa de energía, y podría no ser el más impactado, es importante tener en cuenta que el proceso quinquenal de revisión tarifaria para este negocio está en curso, el cual podría entrar en vigencia en 2024, sin que a la fecha se conozca el proyecto final de resolución.

**El reto por cuenta de las elevadas tasas de interés y la mayor competencia:** La fuerte competencia en las subastas del negocio de transmisión ha resultado en importantes descuentos frente a la remuneración máxima ofrecida por los entes regulatorios. En julio de 2022, cuando se llevó a cabo la última subasta en Brasil, el promedio de los descuentos frente a la remuneración máxima ofrecida por la ANEEL se situó en 53.8%. De hecho, en el caso de ISA CTEEP, quien resultó adjudicatario de 2 bloques, estimamos que en el bloque más grande adjudicado, la TIR se ubica cerca de 12.3%, una cifra que luce baja en el escenario actual de altas tasas de interés y primas de riesgo. En diciembre, se llevará a cabo una nueva subasta y será muy importante monitorear su resultado, dado el contexto de incertidumbre actual y de elevadas tasas de interés que le podrían restar atractivo a acciones como ISA, puesto que el diferencial de retorno en estos casos frente a la renta fija actualmente no luce positivo.



COMPARTIR





### Resultado subasta ANEEL

Lote	CAPEX (BRL milloes)	RAP (BRL millones)		Descuento	Ganador
		Máx.	Obtenido		
1	3,682	538	283.3	47.34%	Verde Consortium
2	4,938	724.7	360	50.33%	Neoenergia
3	3,654	536.6	285.7	46.75%	ISA CTEEP
4	283	40.9	38.9	5.00%	Zopone
5	210	29.9	22	26.52%	Sterlite
6	232	32.9	13.4	59.21%	ISA CTEEP
7	110	16.2	6.5	59.90%	Engie Consortium
8	138	19.9	9.3	38.57%	Electronorte
9	884	130.7	87.6	32.96%	Sterlite
10	243	36.1	18.8	47.96%	Taesa
11	499	70.4	38.2	45.74%	Neoenergia
12	210	32.3	17.7	45.26%	Energisa
13	221	32.5	22.4	31.00%	Norte Consortium
<b>Total</b>	<b>15,303</b>	<b>2241.3</b>	<b>1203.9</b>	<b>53.84%</b>	

Fuente: ISA CTEEP



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



**Negocio de concesiones viales con bajas perspectivas de crecimiento en Colombia:** ISA se planteó como meta seguir creciendo el negocio de concesiones viales, aprovechando las necesidades de desarrollo de infraestructura en la región. Como meta se anunció una inversión de USD 2,900 millones al 2030. En lo corrido de 2022, no se ha observado avance alguno en términos de adjudicaciones de nuevos proyectos para Interconexiones viales, a lo que se suma el reto que imprimen las elevadas tasas de interés actuales para conseguir financiación a niveles que permitan generar tasas de retorno adecuadas, junto a la posibilidad de ajustes regulatorios que se pueden presentar.

Vale la pena resaltar que en el Congreso cursa un proyecto de ley para reducir el valor de los peajes en Colombia y reducir el número de casetas actuales, a lo que se suman los pronunciamientos del Presidente acerca de crear veedurías para los contratos de concesión para verificar si están incumpliendo y poder negociar rebajas de peajes. Es posible, que mientras no se tenga claridad sobre el entorno regulatorio, el potencial de crecimiento, por lo menos en Colombia, se reduzca.

**Transformación del sector eléctrico:** Los cambios tecnológicos asociados al manejo de información, disminución de costos de almacenamiento de energía eléctrica, generación no convencional, preocupación por el cambio climático y, por ende, nueva regulación, constituyen un reto de transformación para las compañías del sector eléctrico.

Si bien, la transmisión es determinante para un avance exitoso en la transición energética, la autogeneración y la generación distribuida (la producción de energía eléctrica, cerca de los centros de consumo, conectada a un Sistema de Distribución Local ) han cobrado relevancia; en este sentido, ISA deberá trabajar en estrategias para anticiparse al cambio y seguir impulsando ajustes regulatorios en los países donde opera para poder participar en nuevos negocios en los que hoy por restricción regulatoria no puede participar.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



# VALORACIÓN

**Metodología.** Para obtener el valor de la acción, utilizamos la metodología de suma de partes, en la cual contemplamos una combinación de flujo de caja libre (FCL) para la mayor parte de las unidades de ISA, sumando las valoraciones de las demás empresas a través de su valor en libros.

Teniendo en cuenta el contexto económico actual en Latinoamérica y los nuevos proyectos asignados, nuestro múltiplo de valoración

llega a 5.1x EV/EBITDA 2023, por un poco por debajo de la línea con la mediana de comparables (8.1x EV/EBITDA 2022) en LatAm.

**Suma de Partes.** El valor justo 2023FA obtenido es COP 24,700/acción. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.55 para los vehículos de transmisión y 0.76 para vías, ajustando el riesgo país de cada uno de los activos en donde tiene presencia ISA, resultando en un WACC ponderado de 9.8% para ISA.

Activo	WACC	G	Beta (U)	Beta (L)	Riesgo País	Aporte
INTERCOLOMBIA-ISA (COP)	10.1%	1.0%	0.55	0.67	2.3%	48.4%
CTEEP (BRL)	11.5%	1.0%	0.55	0.98	3.7%	17.3%
INTERVIAL (CLP)	10.3%	1.0%	0.76	2.00	0.9%	8.1%
TRANSELCA (COP)	9.7%	1.0%	0.55	0.68	2.3%	9.3%
CTM (USD)	8.8%	1.0%	0.55	1.58	1.9%	5.7%
INTERCHILE (USD)	9.1%	1.0%	0.55	2.06	0.9%	0.3%
REP (USD) - Perú	9.7%	1.0%	0.55	1.37	1.9%	3.7%
ISA PERÚ (USD)	8.0%	1.0%	0.55	1.84	1.9%	3.8%
Otros	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4%
<b>ISA</b>	<b>9.8%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.70</b>	<b>0.94</b>	<b>2.3%</b>	<b>100.0%</b>



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



### Valoración

Vehículos	Método	Valor del Equity	Participación	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
INTERCOLOMBIA-ISA	DFC	13,106,442	100.0%	13,106,442	48.4%	8.6x
CTEEP	DFC	13,101,061	35.8%	4,692,121	17.3%	5.2x
INTERVIAL	DFC	2,182,446	100.0%	2,182,446	8.1%	10.2x
TRANSELCA	DFC	2,506,139	100.0%	2,506,139	9.3%	8.2x
INTERNEXA	VL	110,843	100.0%	110,843	0.4%	N/A
CTM	DFC	2,579,846	60.0%	1,547,908	5.7%	11.6x
INTERCHILE	DFC	89,125	100.0%	89,125	0.3%	7.9x
REP	DFC	1,692,793	60.0%	1,015,676	3.7%	7.1x
TAESA	VL	5,262,593	14.9%	783,074	2.9%	N/A
ISA PERÚ	DFC	1,025,482	100.0%	1,025,482	3.8%	10.7x
ISA BOLIVIA	VL	102,342	100.0%	102,342	0.4%	N/A
XM	VL	32,616	100.0%	32,616	0.1%	N/A
ISA CAPITAL DO BRASIL	VPG	(115,092)	100.0%	(115,092)	-0.4%	N/A
<b>Valor Justo</b>				<b>24,700</b>		

COMPARTIR

