

ISA

Trasmisión, un eje central en Latinoamérica

Valor Justo:
COP 25,000
 Comprar

Potencial: 63% Riesgo: Alto Cierre: 1,900

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	17,720
Dividendo anual 2023E (COP)	203
Retorno por dividendo:	10.5%
% MSCI COLCAP:	6.8%
# Acciones	9,181 mm
P/VL actual:	1.46x
P/U actual:	9.09x

Esperamos que ISA se vea beneficiada por el potencial de crecimiento que tiene el negocio de transmisión en toda la región latinoamericana, en un entorno en el que podrían presentarse reducciones en las tasas de interés, ayudando a la rentabilidad de los proyectos.

Igualmente, destacamos, el papel que jugará esta compañía en la transición energética en Colombia. Pese a esto, la compañía se enfrenta a la incertidumbre derivada de los posibles cambios regulatorios en Colombia y de la llegada de una nueva administración a Ecopetrol, que podría traer ajustes a la estrategia de la compañía.

> ¿POR QUÉ COMPRAR?

La trayectoria de ISA y sus altos márgenes de rentabilidad le han permitido generar altos flujos de caja y aprovechar las oportunidades de crecimiento en diversas geografías, situación que consideramos no es reconocida por el mercado. Además, si bien se enfrenta a riesgos regulatorios importantes en Colombia, su portafolio es diversificado, tanto por línea de negocio como por geografía.

Autores

Ana María Guasca
 Analista Acciones
 amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com

> TESIS DE INVERSIÓN

Foco en proyectos de transmisión en Latinoamérica: Las redes de transmisión juegan un papel muy relevante para garantizar la disponibilidad de energía eléctrica, por tanto, los gobiernos de países como Brasil y Perú se han empezado a centrar en planes de expansión de redes eléctricas y nuevas subestaciones. En este sentido, ISA se encuentra bien posicionada para capturar estas oportunidades ya que cuenta con el know how del negocio.

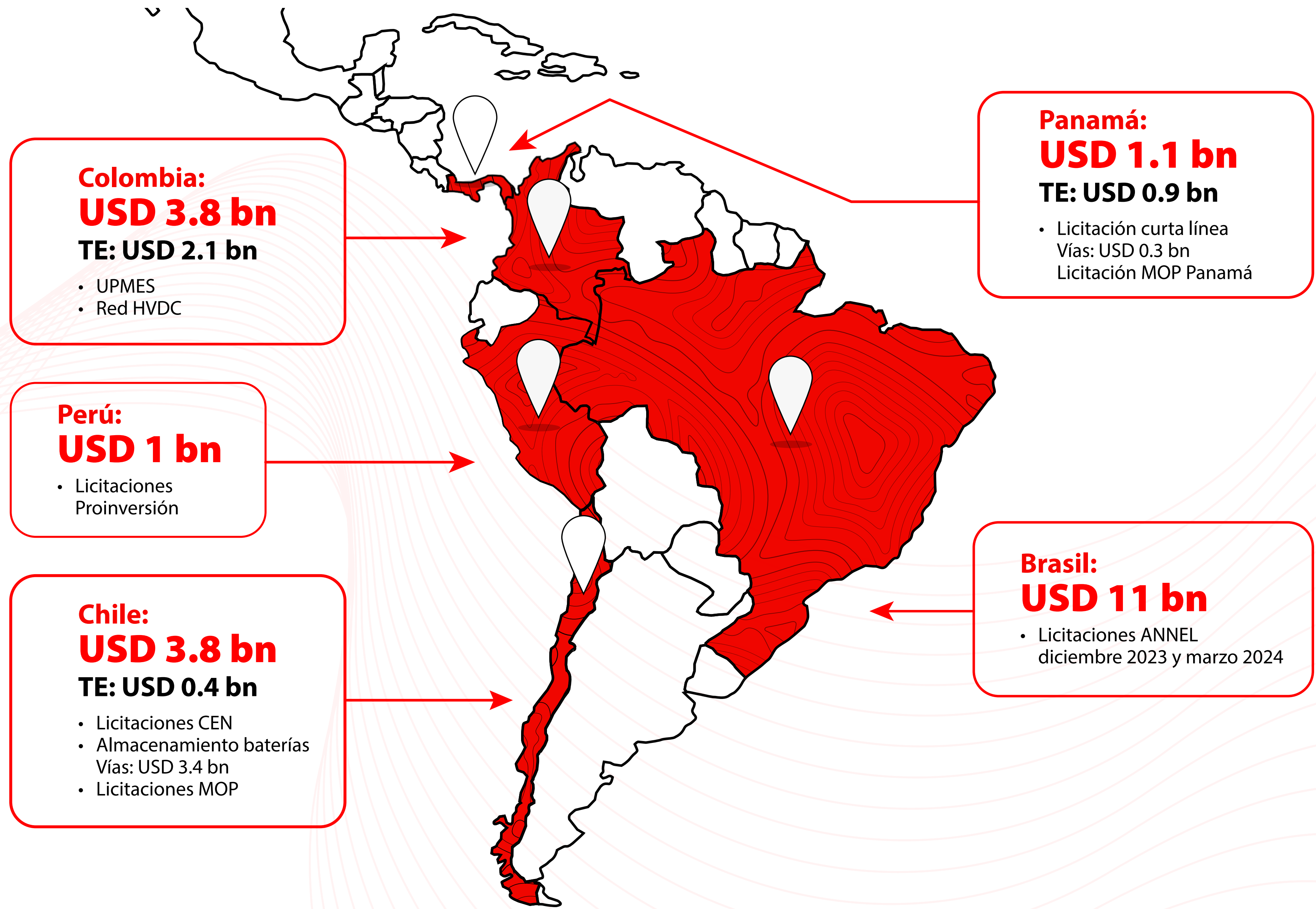
Esto se ha visto reflejado en los 3 proyectos que le adjudicaron en Brasil este año, lo que significa una inversión estimada de alrededor de USD 1,124 millones y un Ingreso Anual Permitido (RAP) de USD 136 millones. A su vez, según el Plan Nacional de Inversión en Transmisión, se subastarían BRL 20 mil millones a fines del 2023; y otros BRL 20 mil millones en 2024, destacando el potencial que tiene el país.

Por su parte, en Perú se le adjudicaron tres nuevos proyectos que suman 240 km de líneas de transmisión eléctrica y dos subestaciones y supondrían una inversión de alrededor de USD 141 millones. Adicionalmente, el Ministerio de Energía y Minas de Perú tiene previstos 18 proyectos de transmisión que requerirían una inversión superior a los USD 900 millones, y esperan ser adjudicados en 2024.

Interconexión con Panamá, e integración energética latinoamericana: Avanza la idea de interconectar Colombia y Panamá a través de una ruta que tendría una extensión de 500 km, y representaría una inversión cercana a USD 900 millones a cargo de ISA y la compañía panameña ETESA.

Este proyecto contaría con 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) y tendría una capacidad para transportar hasta 400MW. Por ahora, para los dos países las prioridades son realizar las consultas previas de las comunidades y así ejecutar los estudios técnicos y ambientales en los dos países. Además, se ha avanzado en la definición de la estructura financiera del proyecto, de la mano del BID.

De igual manera, la compañía está evaluando la posibilidad de crear una red eléctrica con otros países de América Latina lo que podría abrir más oportunidades de expansión y aumentar la relevancia de la compañía en la región.



> TESIS DE INVERSIÓN

Gobierno colombiano enfocado en la ampliación del segmento de transmisión: Recientemente, XM, el administrador del mercado eléctrico se pronunció sobre el agotamiento de la red de transmisión de energía en algunas zonas de Colombia.

En este sentido, la UPME ha dado a conocer el plan de expansión de transmisión 2022-2036, en el cual se incluyen obras al interior de subestaciones, nuevos transformadores y líneas complementarias. Lo cual dio como resultado la propuesta de licitar 7 obras de ampliación del Sistema de Transmisión Nacional, abriéndole la posibilidad a ISA para continuar posicionándose en el mercado colombiano.

Además, según el plan de inversiones de Ecopetrol, ISA invertiría cerca de COP 6.3 billones en 2023 y COP 19.8 billones para los próximos 3 años, de los cuales COP 5.4 billones serán para construir 9.657 km de transporte de energía al 2025, alineándose con la meta de que ISA pase a representar el 26% del EBITDA en 2040.

Obras propuestas a licitar en el Plan de Expansión

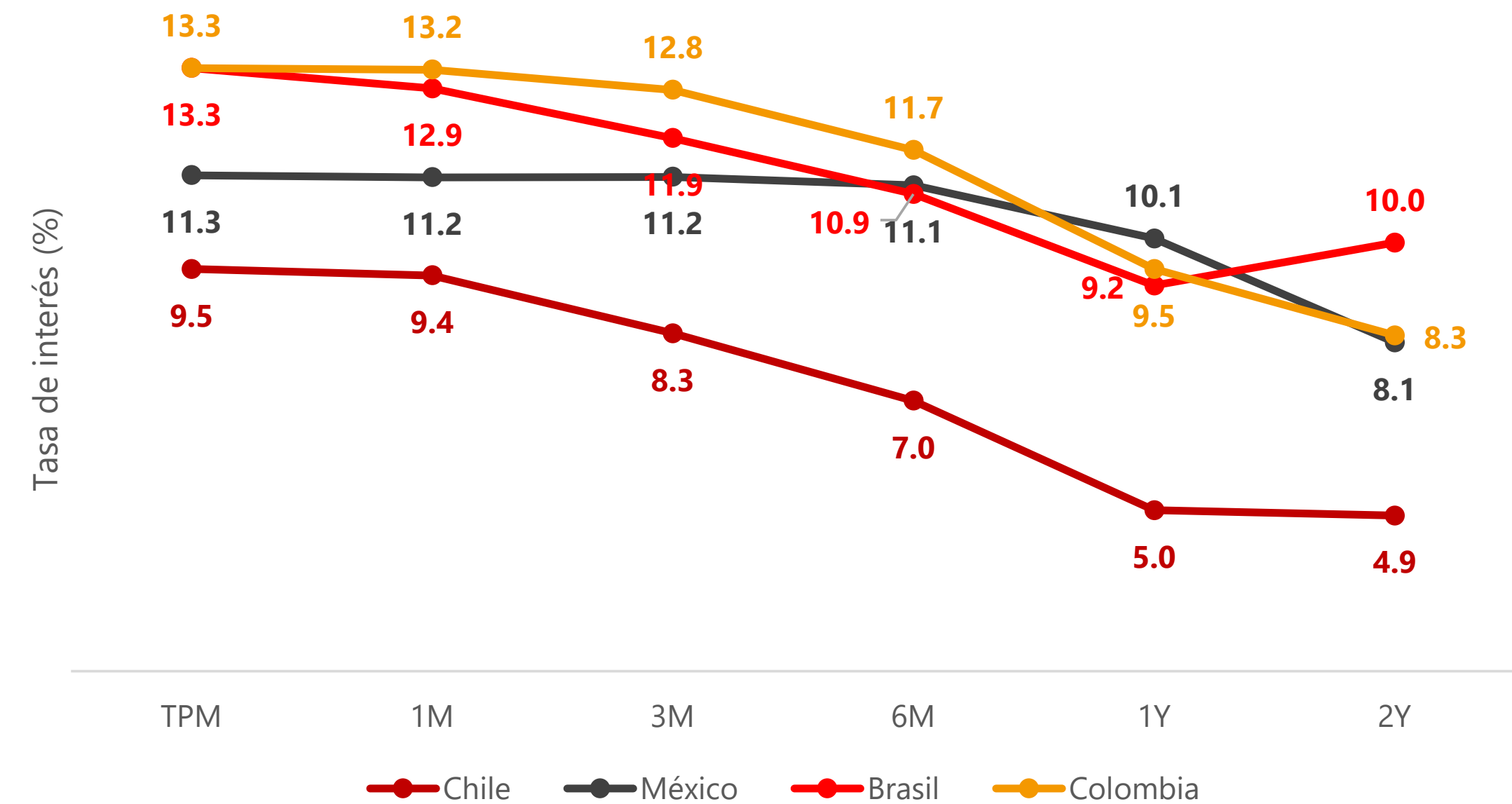
Región	Proyecto	Voltaje	Entrada en operación
Córdoba	Segundo circuito Cerromatoso – Sahagún – Chinú	500 kV	dic-25
Córdoba	Corte central de la subestación Chinú	220 kV	nov-23
Valle	Bahía de compensación, corte central, bahía de transformador en el diámetro 2 en la subestación San Marcos	500 kV	dic-24
Bolívar	Tercer Transformador en la subestación Bolívar	500/220 kV	jun-26
Risaralda	Instalación segundo Transformador en la Subestación La Virginia	500/230 kV	dic-24
La Guajira	Línea de Transmisión HVDC- Colectora 2	600 kV	Por determinar
Arauca	Reconfiguración de la subestación Banadí	230 kV	nov-25

Menores tasas de interés en la región hacen proyectos más rentables: En los últimos meses, la inflación ha empezado a ceder en Latinoamérica, por lo que países como Costa Rica, Uruguay, Chile y Brasil empezaron a relajar su política monetaria, mientras que se espera que, en México, Colombia y Perú, las tasas se mantengan estables y empiecen a disminuir a finales de este año.

En este sentido, en la medida en la que las tasas en la región disminuyan, la rentabilidad de los proyectos en construcción se beneficiará, impactando a su vez los retornos de la compañía. De hecho, en el caso de ISA CTEEP, que resultó adjudicataria de 3 bloques estimamos que, en promedio, la TIR se ubica cerca de 11.4%, una cifra que luce interesante en la medida en la que se relaje la política monetaria de la región.

Igualmente, estos proyectos requieren una inversión de capital alta, razón por la cual estas compañías deben apalancarse. Por tanto, en la medida en la que disminuyan las tasas de interés, los gastos financieros de la compañía podrían reducirse, permitiendo el crecimiento del margen neto de la compañía.

Expectativa de las tasas de interés en Latinoamérica según implícitas**



Fuente: Bloomberg | Cifras al 5 de septiembre de 2023

> R I E S G O S

Regulación en Colombia genera panorama retador para la compañía: A inicios de 2023, la CREG dio a conocer la agenda regulatoria para este año. Destacamos que la CREG planea establecer una nueva metodología de remuneración de las actividades de transmisión y comercialización de energía eléctrica, lo cual tendría un impacto relevante para la compañía. Actualmente, no se ha publicado el proyecto de resolución que modifique la metodología vigente, lo que genera incertidumbre para esta industria.

Igualmente, y en línea con las medidas transitorias adoptadas el año pasado para disminuir las tarifas de energía, se modificaron los factores de indexación, permitiendo elegir entre IPC e IPP, y se habló sobre la creación de un indicador propio del sector. Por lo que no descartamos que suceda finalizando este año o durante 2024,. Esto conlleva a que la compañía no cuente con un panorama claro sobre el impacto que estos cambios podrían derivar en el valor justo y limite la toma de decisiones en esta geografía.

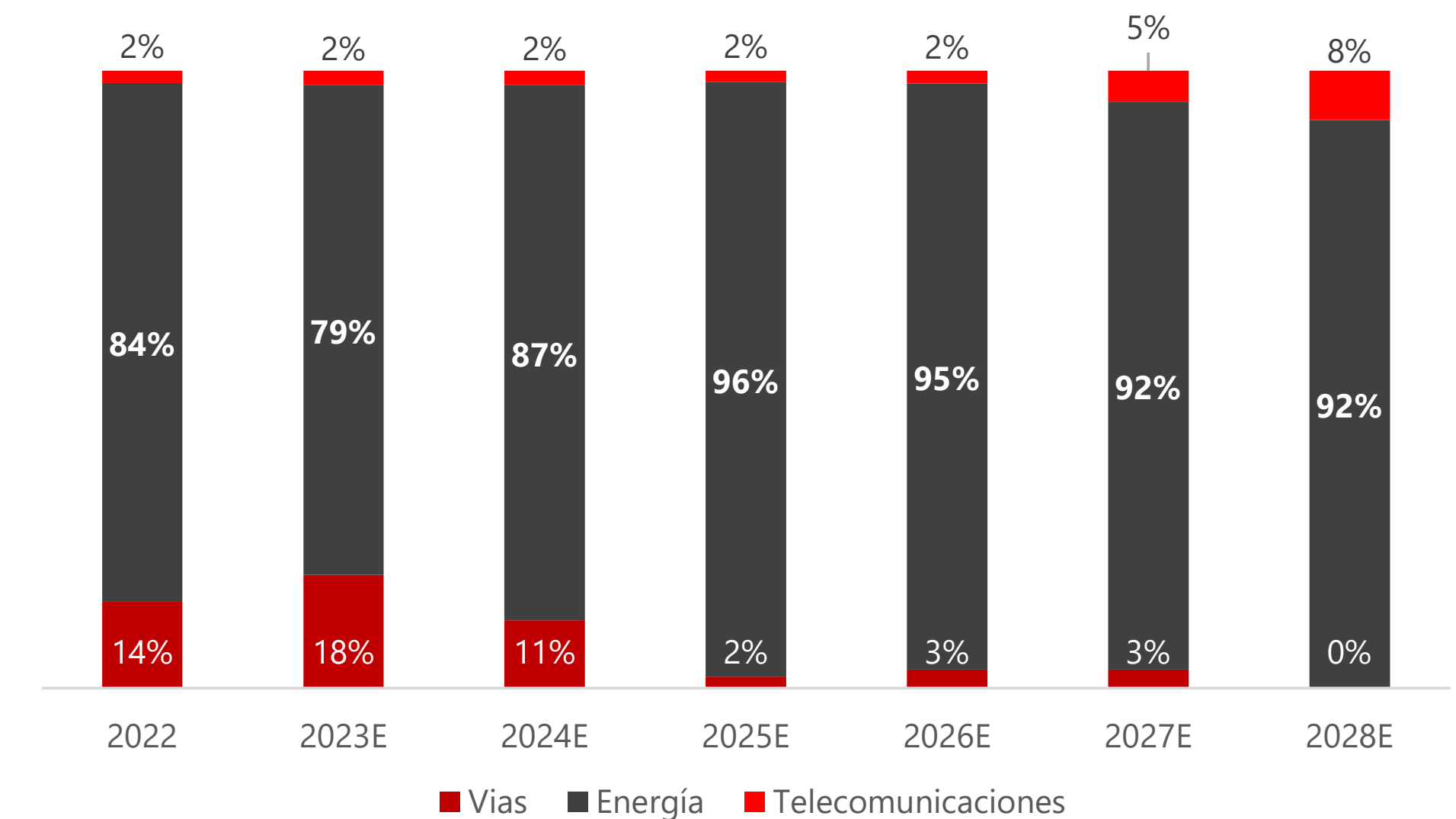
Nueva administración en Ecopetrol podría traer cambios a ISA: Con la llegada de un nuevo presidente a Ecopetrol, accionista mayoritario de ISA, se han dado varios cambios a nivel corporativo, tanto en su Junta Directiva como en la alta gerencia. En este sentido, no descartamos que en ISA también se puedan dar ajustes, lo que plantea el interrogante sobre si el plan estratégico de ISA se mantiene inalterado o podría cambiar.

En particular, vale la pena resaltar la intención del gobierno de integrar verticalmente la cadena del sector, para que ISA tome un papel más relevante en su proyecto de transición energética. Este hecho, si bien puede abrir oportunidades atractivas, de materializarse, también representa un desafío en particular porque ante la crisis de algunas compañías de distribución de energía que tienen operaciones que no son rentables, el gobierno podría recurrir a su integración con ISA.

Menores perspectivas de crecimiento en el segmento de concesiones viales: A pesar de las necesidades de desarrollo de infraestructura en América Latina, según la OCDE esta región es de las que menos invierte en infraestructura. Esto impacta a la compañía ya que si bien espera invertir en este segmento COP 1.1 billones, en lo corrido de 2023, no se ha observado avance alguno en términos de adjudicaciones de nuevos proyectos para Interconexiones viales en Colombia y en Chile. Esto se refleja las proyecciones de menores inversiones en este segmento.

Igualmente, destaca que en Chile finalizó la operación de Ruta del Bosque en febrero de este 2023 y se entregó esta concesión al Ministerio de Obras Públicas, por lo que la compañía ya no contaría con este flujo de efectivo, impactando sus resultados. Así, será relevante monitorear la participación de ISA en nuevas licitaciones viales, en caso de presentarse.

Evolución del capex de ISA



Fuente: ISA

Transformación del sector eléctrico: Si bien el segmento de transmisión es muy importante para llevar a cabo los planes de transición energética, también se ha impulsado la autogeneración y la generación distribuida (la producción de energía eléctrica, cerca de los centros de consumo, conectada a un Sistema de Distribución Local) para alcanzar esta meta.

Destaca que, en Colombia, el gobierno ha buscado promover la autogeneración y la creación de comunidades energéticas (estas comunidades accederán a recursos para financiar proyectos de energía desde las fuentes no convencionales de energía renovable, combustibles renovables y recursos energéticos distribuidos), por lo que ISA deberá anticiparse a este 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.

Alta generación de caja implica una activa búsqueda de nuevos proyectos de inversión. Desde 2019 hasta 2022, la caja creció un 79%, logrando mantener márgenes operacionales altos. De mantener esta tendencia, los niveles de caja continuarían creciendo ya que para el segundo trimestre de 2023 cuentan con una caja de COP 4.4 billones, con una generación de caja de COP 1.4 billones.

No obstante, si bien CTEEP ha logrado ganar 5 proyectos entre 2022 y el 2023, el descuento promedio realizado en la RAP fue de 48.6%, reafirmando nuestra opinión sobre la creciente competencia, que adicional a la mayor generación de caja, podrían presionar a ISA a invertir en proyectos menos rentables.

Es de suma importancia continuar monitoreando la acumulación de caja del Grupo, con el fin de evitar afectaciones en los márgenes de rentabilidad.

> ISA Ficha técnica

ISA – Interconexión Eléctrica S.A. -(ISA:BVC), compañía perteneciente al Grupo Ecopetrol, es una compañía multilatina con experiencia en negocios de Energía Eléctrica, Vías y Telecomunicaciones en Colombia, Brasil , Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centroamérica. Actualmente cuenta con más de 50 subordinadas, 72,122 km de líneas de transmisión, 699 km de vías en operación y 137 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	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos	61,698	78,734	80,700	84,466	88,494
Pasivos	39,565	49,183	48,920	49,718	50,768
Patrimonio	22,133	29,550	31,780	34,748	37,726
Pasivo/Activos	64.1%	62.5%	60.6%	58.9%	57.4%
Deuda Neta/EBITDA	3.0x	3.4x	3.4x	3.5x	3.3x
ROE	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%	7.0%
ROA	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%
ROIC	10.9%	9.8%	9.0%	9.3%	9.0%

Estado de Resultados Consolidado

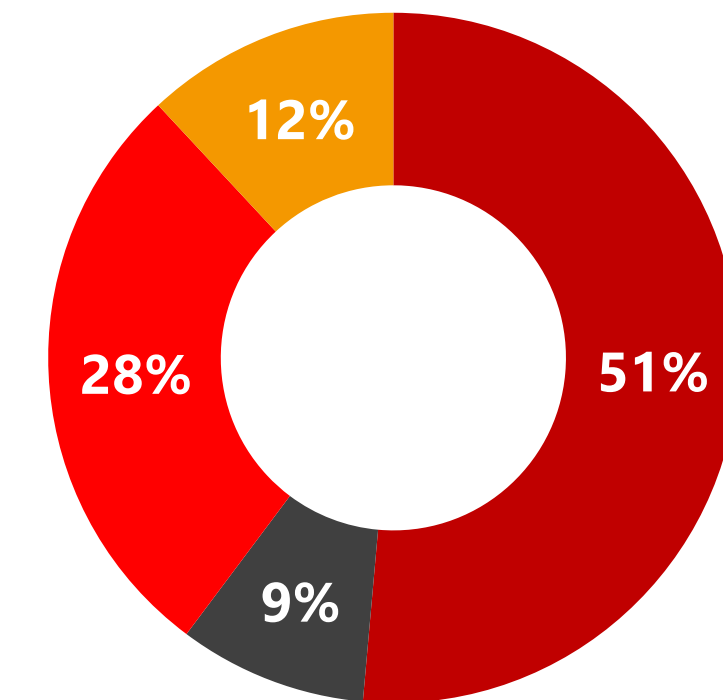
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	11,117	13,358	13,762	14,148	14,673
Costo de ventas	4,337	6,628	6,881	7,074	7,226
Utilidad Bruta	6,780	6,730	6,881	7,074	7,446
Gastos administrativos	(136)	547	454	495	807
Utilidad Operacional	6,644	7,276	7,335	7,569	8,253
Utilidad Neta	1,666	2,203	2,309	2,544	2,642
EBITDA	7,696	8,562	8,635	8,690	9,500
Margen Bruto	61.0%	50.4%	50.0%	50.0%	50.8%
Margen Neto	15.0%	16.5%	16.8%	18.0%	18.0%
Margen EBITDA	69.2%	64.1%	62.7%	61.4%	64.7%

> ISA

Ficha técnica

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
Total Deuda	3,927,081	4,542,455	5,219,176	5,219,176	5,219,176
Deuda Neta	3,527,534	4,289,656	4,896,678	4,906,611	4,656,504
EV	14,793	15,199	14,971	15,275	15,454
EV/EBITDA	1.9x	1.8x	1.7x	1.8x	1.6x
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	0.4%	1.2%	2.0%	2.4%	2.3%
Dividendo por acción	97	262	309	377	358

Composición accionistas



■ Ecopetrol ■ EPM ■ Inversionistas institucionales ■ Otros

Fuente: ISA

> 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 2024.

Suma de Partes. el valor justo 2024FA obtenido es COP 25,000/acción. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.55 para los vehículos de transmisión y 0.96 para vías, ajustando el riesgo país de cada uno de los activos en donde tiene presencia ISA, resultando en un WACC ponderado de 9.3% para ISA.

Activo	WACC	G	Beta (U)	Beta (L)	Riesgo País	Aporte
INTERCOLOMBIA-ISA (COP)	10.0%	1.0%	0.55	0.65	2.9%	44.8%
CTEEP (BRL)	9.8%	1.0%	0.55	0.72	4.5%	13.9%
INTERVIAL (CLP)	10.5%	1.0%	0.90	2.12	1.2%	8.2%
TRANSELCA (COP)	10.2%	1.0%	0.55	0.72	2.9%	10.5%
CTM (USD)	8.0%	1.0%	0.55	1.47	2.4%	8.0%
INTERCHILE (USD)	9.2%	1.0%	0.55	2.08	1.2%	0.9%
REP (USD) - Perú	7.7%	1.0%	0.55	1.32	2.4%	6.3%
ISA PERÚ (USD)	7.7%	1.0%	0.55	2.00	1.9%	3.9%
Otros	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.7%
ISA	9.3%	1.0%	0.70	0.93	2.7%	100.0%

> VALORACIÓN

Valoración						
Vehículos	Método	Valor del Equity	Participación	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
INTERCOLOMBIA-ISA	DFC	12,594,476	100.0%	12,594,476	45.9%	8.7x
CTEEP	DFC	9,691,053	35.8%	3,470,833	12.7%	6.9x
INTERVIAL	DFC	1,897,205	100.0%	1,897,205	6.9%	7.9x
TRANSELCA	DFC	2,830,938	100.0%	2,830,938	10.3%	8.9x
INTERNEXA	VL	229,454	100.0%	229,454	0.8%	N/A
CTM	DFC	3,755,177	60.0%	2,253,106	8.2%	12.6x
INTERCHILE	DFC	608,465	100.0%	608,465	2.2%	8.7x
REP	DFC	2,750,763	60.0%	1,650,458	6.0%	7.9x
TAESA	VL	5,760,665	14.9%	857,187	3.0%	N/A
ISA PERÚ	DFC	1,077,833	100.0%	1,077,833	3.9%	12.3x
ISABOLIMA	VL	129,439	100.0%	129,439	0.5%	N/A
XM	VL	36,186	100.0%	36,186	0.1%	N/A
ISA CAPITAL DO BRASIL	VPG	(163,542)	100.0%	(163,542)	-0.6%	N/A
Precio Objetivo				25,000		