

## INTERCONEXIÓN ELÉCTRICA S. A.

Bolsa de Valores de Colombia/ISA:

Cobertura continua

Fecha de valoración: agosto de 2020

**Recomendación:** MANTENER

**Precio de la Acción:** COP \$20.400

**Valor COLCAP:** 1.152,72

Su plan de inversión y crecimiento a 2030, así como los resultados estables en momentos de crisis, muestran una seguridad en la generación de ingresos y por tanto soporta nuestra recomendación de mantener la acción en su precio objetivo.

Economías donde tiene presencia, con desarrollos desacelerados y con inconvenientes a nivel macroeconómico, la presentan como un activo que genera valor en medio de alta incertidumbre y le permite a mediano y largo plazo tener un potencial de crecimiento, encaminado a cumplir con un crecimiento de su ebitda en un 70%.

El precio esperado a alcanzar en los próximos 12 meses es de \$ 21.050

### Tabla de valoración

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>EBITDA</b>	5.561.886	6.002.133	6.608.971	7.272.321	7.984.566	8.277.039
<b>NOPLAT</b>	3.283.924	3.556.213	3.865.505	4.260.860	4.720.514	4.901.571
<b>WACC</b>	7,7%	7,7%	8,0%	8,0%	8,1%	8,3%
<b>FCL</b>	2.868.585	-3.769.438	- 789.435	847.262	2.686.953	4.400.304
<b>ROIC</b>	10,2%	9,0%	8,8%	9,0%	9,5%	9,8%
<b>Margen EBITDA</b>	68,3%	69,6%	70,4%	70,1%	69,2%	68,6%
<b>ROA</b>	11,4%	11,0%	11,0%	11,3%	11,8%	11,7%
<b>ROE</b>	7,8%	7,4%	7,9%	8,6%	9,8%	9,6%

### Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP\$21.710 millones - USD 6.625 millones (USD/COP: \$3.277)

Acciones en circulación: 1.107.677.894

Volumen promedio diario del último año: COP \$ 8.173, 9mm con 439.566,98 acciones

Bursatilidad: alta

Participación en el índice: COLCAP 11,64%, agosto del 2020

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0.73 (apalancado)

Rango en el último año: COP \$13.880 - COP \$20.480

### Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín, Colombia

Industria: transporte de energía eléctrica y telecomunicaciones, concesiones e infraestructura vial

Descripción: grupo empresarial multilatin con presencia en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centroamérica

Productos y servicios: transporte de energía eléctrica y telecomunicaciones, concesiones e infraestructura vial

Sitio web de la compañía: <http://www.isa.co/es/>

**Analistas:**

Sandra Milena Gallo Martínez

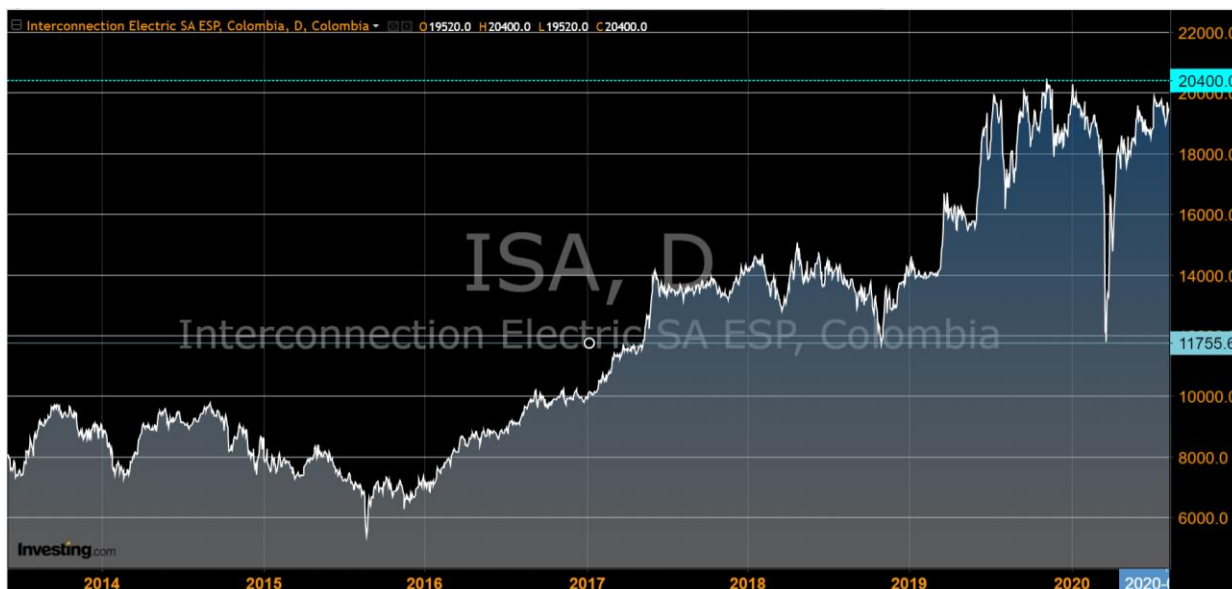
Andrés Mauricio Vega García

**Asesor de investigación:**

Luis Fernando Mondragón

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIÓN

Figura 1. Desempeño del precio acción últimos 5 años



Fuente: "Precio de la acción" (2020, agosto).

En cuanto al comportamiento bursátil de Interconexión Eléctrica (ISA) se puede observar una evolución desde 2014 a la fecha del 97,8%, explicado por el comportamiento del ingreso por sus contratos a partir del 2017, principalmente en el negocio de transmisión de energía eléctrica. Los negocios de transporte de energía eléctrica, concesiones y vías de peaje son lo suficientemente predecibles para permitir proyectar un flujo de caja constante. Por otra parte, se recibe anualmente la indemnización en ISA CTEEP como un flujo hasta el 2025, por la renovación de varias concesiones de transporte de electricidad en Brasil realizadas en 2012.

La última asociación que ha decidido tener con Construcciones El Cóndor, como participante en su negocio de concesiones viales, más activamente en territorio de Perú y Colombia, se percibe como un catalizador positivo en cuanto al valor de la empresa.

Un impulso que pueda presentar la acción se haría efectivo en el caso de materializar los rumores de la venta del 51% del gobierno, siendo una compra atractiva para grandes empresas del sector energético e incluso para fondos de inversión. Por lo

anterior, se puede plantear una prima por control, la cual rondaría entre un 20% a 30% adicional al precio por acción.

Según estimaciones del modelo en un escenario como el anterior, el precio podría estar entre \$25.241/acción y hasta \$27.345/acción.

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Basados en la estabilidad de crecimiento en la generación de ingresos de *Transmisión de Energía Eléctrica* (77% del ingreso) y *Concesiones Viales* (18% del ingreso) y el bajo impacto frente a la coyuntura de la pandemia por COVID-19 la recomendación es Mantener, con perspectiva positiva del precio a \$21,050, sin dejar de lado algunos seguimientos como: el pago de la indemnización a ISA CTEEP (Brasil) como flujo anual; los cambios en el cálculo de tarifas de transmisión en Colombia, que puede suponer una afectación negativa directa a los ingresos: licencias ambientales que pueden retrasar, encarecer o suponer riesgos pecuniarios a la compañía y la posibilidad de venta de participación del gobierno colombiano (51,4%).

## TESIS DE INVERSIÓN

ISA es una empresa con una madurez relativa en su negocio de transmisión, así como en concesiones viales, ya que tiene un esquema consolidado, con duración media de 20 a 22 años, en las rutas que administra (con una cobertura sobre ingresos por extensión del plazo de la concesión). De estos dos tipos de negocio se debe considerar que la única forma que se encuentra para crecer en ingresos es a través de la construcción y la adquisición de licitaciones en las diferentes geografías, lo cual le permitirá tener más proyectos a su cargo; por esto cobran tanta importancia los planes de inversión y proyectos de la compañía pero, a su vez, dejan en evidencia las dificultades y grandes esfuerzos que debe hacer la empresa para crecer. Los riesgos que enfrenta y pueden afectar su valor son:

- Posibles cambios en las tarifas o remuneración por transmisión de energía eléctrica por parte de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) en Colombia.
- Posibilidad en la venta de la participación mayoritaria del gobierno de Colombia, cediendo el control de la compañía.

- Riesgos relacionados a las licencias ambientales, tanto para el negocio de transmisión de energía eléctrica como para el de concesiones viales; estos se pueden traducir tanto en sobrecostos como en sanciones pecuniarias.

## VALORACIÓN

La metodología presentada es el Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) a una tasa Weighted Average Cost of Capital (WACC),<sup>1</sup> calculada teniendo en cuenta múltiples factores. Los flujos que se proyectaron desde los resultados entregados por la compañía en el año 2019 fueron traídos a valor presente de los siguientes cinco años y el cálculo de un “valor de continuidad”. Los flujos futuros se calcularon teniendo en cuenta las diferentes sensibilidades por las que está afectada la empresa, tanto a nivel macroeconómico como a nivel interno de operación, y los diferentes proyectos que entrarán en operación durante los siguientes cinco años, así como la información reportada por la compañía en su plan de inversión en capex para el mismo periodo de estudio.

Se toma una estructura de capital dinámica a lo largo de los años de proyección, si bien se entiende a ISA como una empresa con una madurez consolidada es importante tener en cuenta las posibles variaciones en este índice, dado su plan de inversión bajo el proyecto ISA 2030, una tasa Impositiva de los países en los que ISA tiene presencia y se pondera por la participación de los ingresos de la compañía, no se presumen cambios significativos a la regulación dado que países como Brasil y Colombia generaron en 2018 y 2019 cambios en este aspecto, con lineamientos hacia el futuro. El  $\beta$  se calcula como un ponderado de los tres negocios principales de ISA de acuerdo a su participación en el ebitda, a saber: Power 0,58 (84%) Construction 1,6 (14%) y Telecommunication 1,05 (2%); como resultado tenemos un  $\beta_I = 0,732$  y su beta desapalancado para el sector:

$\beta_u$  = Beta Desapalancado

$\beta_l$  = Beta Apalancado del sector

$t$  = Tasa impositiva del sector

$D/E$  = Relación endeudamiento. Deuda sobre Patrimonio.

$$\beta_u = \frac{\beta_l}{(1 + (1 - t) * D/E)}$$

<sup>1</sup> Costo del Capital Promedio Ponderado.

La tasa libre de riesgo corresponde al rendimiento de los tesoros de Estados Unidos a 10 años y su previsión según la estadística realizada por Bloomberg a las principales bancas de inversión para el cierre de 2020 y para 2021 y 2022; y para la prima de riesgo se toma la información de los CDS (Credit Default Swaps) como el diferencial entre el rendimiento esperado para los países donde ISA tiene presencia y se calcula una tasa ponderada por el ingreso que cada país representa para la empresa.

- Gradiente de crecimiento ( $g$ ) como la tasa calculada de crecimiento a perpetuidad del negocio.

$$g = ROIC * IR^1$$

Para el cálculo del Costo del Capital ( $Ke$ ) en USD se realizó con la fórmula:

$$Ke\ USD = Yield\ Treasury\ 10y\ EE.UU + Prima\ Riesgo\ País + (Prima\ de\ Riesgo\ (Damodaran) * \beta\ apalancado\ de\ la\ empresa)$$

Y para expresarlo en COP<sup>2</sup>:

$$Ke\ COP = (1 + Ke\ USD) * (1 + Devaluación\ COP/USD) - 1$$

Resultante una tasa promedio del **Ke 10,85%**

Entendiendo que la devaluación es:

$$Devaluación\ \frac{COP}{USD} = \frac{1 + \pi\ Colombia}{1 + \pi\ EE.UU} - 1$$

Para el  $Kd$  o costo de la deuda se calculó el costo promedio ponderado de la deuda actual de ISA, reexpresadas las tasas de las otras monedas a COP con las devaluaciones implícitas calculadas a partir de los rendimientos de los bonos soberanos de cada país, para el plazo medio de la deuda. Se aplica el escudo fiscal que tiene la deuda de la siguiente manera:

$$Kd = Tasa\ Media\ de\ la\ Deuda * (1 - T)$$

Resultante: una tasa promedio del  $Kd$  de 5,23%.

Así entonces, se determina el Costo del Capital ( $Ke$ ) en COP y el Costo de la Deuda ( $Kd$ ) en COP. Teniendo la relación deuda patrimonio calculamos:

$$WACC = (Ke * \frac{E}{D + E}) + (Kd * \frac{D}{D + E})$$

Una vez calculada la tasa para cada año, mostrada en la tabla 1, obtenemos un Rolling WACC.

**Tabla 1.** Rolling WACC

2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
7,73%	7,71%	8,04%	8,03%	8,08%	8,34%

Los resultados del modelo se resumen en la tabla 2:

**Tabla 2.** Resultado del modelo

Total Valor presente del Flujo de Caja Libre	1.462.938
Valor presente continuidad	32.810.181
<b>Valor de las operaciones</b>	<b>34.273.119</b>
+ Inversiones temporales	2.404.613
+ Activos no operativos	2.654.503
- Deuda financiera neta	15.270.356
- Otros pasivos	762.246
<b>= Valor del patrimonio por FCL</b>	<b>23.299.633</b>
/ Acciones en circulación	1.107.677.894
<b>Precio por acción</b>	<b>21.035</b>

Se realiza igualmente una valoración con una estructura D/E promedio de las compañías del sector de energía eléctrica, dadas por Damodaran (“Betas by Sector”, 2020), generando un precio de \$26.980 por acción, superior en un 32% al precio de mercado, explicado por un Rolling WACC menor y específico de las compañías de energía, el cual refleja una estructura hacia la que las compañías en el mediano y largo plazo se encaminan.

La sensibilidad del precio por acción, tanto al gradiente de crecimiento g como al WACC se comporta como se ve en la tabla 3:

Tabla 3. Sensibilidad del precio por acción

		Sensibilidad Precio de la Acción						
		g						
		0,45%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%
WACC	6,50%	23.511	23.501	25.826	28.519	31.672	35.416	39.934
	6,75%	23.095	23.085	25.383	28.044	31.161	34.861	39.326
	7,00%	22.684	22.674	24.946	27.576	30.656	34.314	38.727
	7,25%	22.280	22.270	24.515	27.115	30.159	33.774	38.136
	7,50%	21.881	21.871	24.090	26.660	29.669	33.242	37.553
	7,75%	21.487	21.477	23.671	26.211	29.186	32.717	36.979
	8,00%	21.099	21.089	23.258	25.768	28.709	32.200	36.412
	8,25%	20.716	20.707	22.850	25.332	28.239	31.690	35.854
	8,50%	20.339	20.329	22.448	24.902	27.775	31.186	35.303

### Múltiplos bursátiles

A continuación, en la tabla 4, se muestran las empresas comparables y el precio estimado según múltiplos medios de las mismas.

Tabla 4. Múltiplos bursátiles

Multiplo	Empresa							Promedio
	ISA	TAESA	Red Electrica	ENEL	Engie Energia	Alupar		
País	Colombia	Brasil	España	Italia	Perú	Brasil		
EV/Revenue	0,00	3,48	4,53	1,96	0,98	3,10	<b>2,81</b>	
P/E Ratio	12,89	3,44	11,64	37,15	13,14	3,59	<b>7,95</b>	
Price/Sales	2,56	4,99	4,17	1,08	2,31	1,55	<b>2,82</b>	
EV/EBITDA	8,80	4,44	5,63	11,18	6,73	6,09	<b>6,81</b>	
P / Valor en Libros	1,68	1,93	2,37	2,62	0,99	1,38	<b>1,86</b>	
Dividend Yield	3,49%	0,00%	6,80%	4,12%	4,74%	0,00%	<b>3,92%</b>	

	EV/EBITDA	Precio x Acción
Min	4,44	<b>8.596,07</b>
Promedio	6,81	<b>20.516,38</b>
Máximo	11,18	<b>42.438,92</b>

	Price/Sales	Ventas Netas/Acción	Precio x Acción	P/E Ratio	Utilidad Neta/Acción	Precio x Acción
Min	1,08	7.347,81	<b>7.935,64</b>	3,44	2.490,22	<b>8.566,35</b>
Promedio	2,82	7.347,81	<b>20.720,83</b>	7,95	2.490,22	<b>19.803,47</b>
Máximo	4,99	7.347,81	<b>36.665,58</b>	37,15	2.490,22	<b>92.511,65</b>

	P / Valor en Libros	Patrimonio/Acción	Precio x Acción	Dividend Yield	Dividendo por Acción	Precio x Acción
Min	0,99	11.232,67	<b>11.120,34</b>	4,12%	675,00	<b>16.383,50</b>
Promedio	1,86	11.232,67	<b>20.870,29</b>	3,92%	675,00	<b>17.241,38</b>
Máximo	2,62	11.232,67	<b>29.429,59</b>	6,80%	675,00	<b>9.926,47</b>

En la tabla 5 se detallan los múltiplos tomados de las observaciones del profesor Damodaran (2020), que son:

Tabla 5. Múltiplos comparables

Multiplos Comparables Damodaran		
Multiplos	Global	Mercados Emergentes
Price/Sales	1,05	1,06
EV/Sales	2,02	2,03
EV/EBIT	17,53	15,49
EV/EBITDA	9,16	8,50

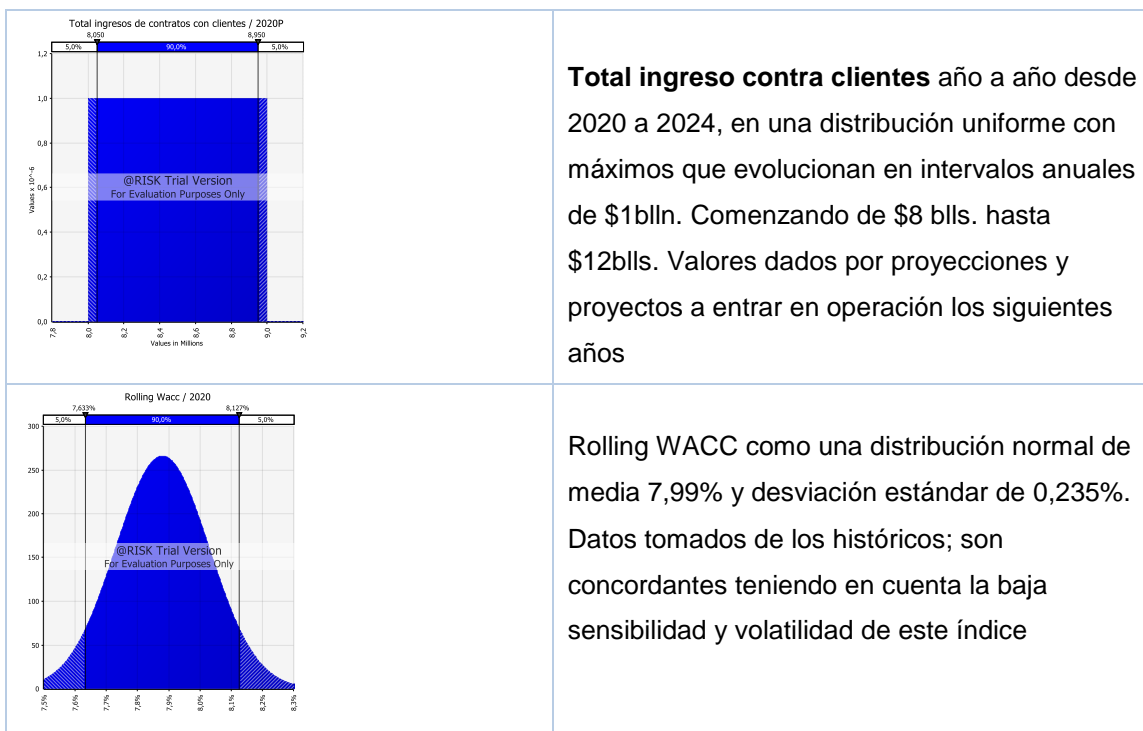
\*tomado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Fuente: Damodaran (2020).

**Análisis de escenarios**

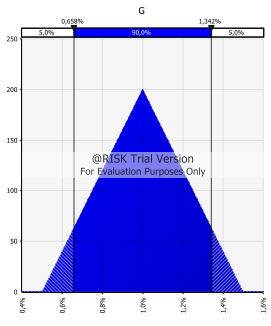
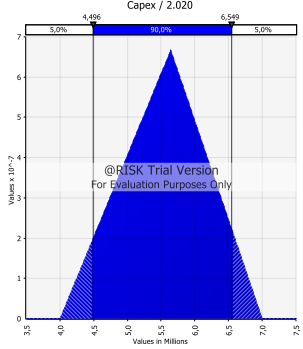
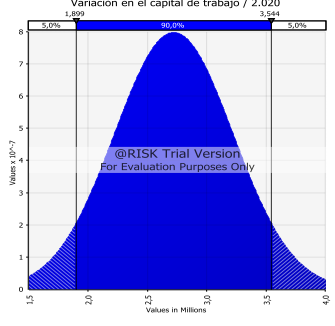
Se programan múltiples simulaciones de escenarios con el complemento de Excel @RISK para determinar la sensibilidad y probabilidad del precio por acción con las siguientes variables de entrada (figura 2):

Figura 2. Simulaciones de escenarios



**Total ingreso contra clientes** año a año desde 2020 a 2024, en una distribución uniforme con máximos que evolucionan en intervalos anuales de \$1blln. Comenzando de \$8 blls. hasta \$12blls. Valores dados por proyecciones y proyectos a entrar en operación los siguientes años

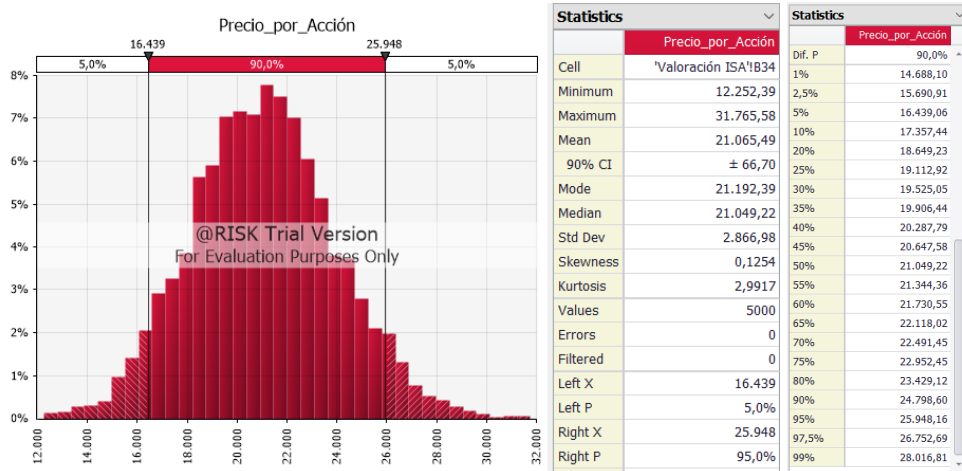
Rolling WACC como una distribución normal de media 7,99% y desviación estándar de 0,235%. Datos tomados de los históricos; son concordantes teniendo en cuenta la baja sensibilidad y volatilidad de este índice

 <p>A triangular distribution graph for variable 'G'. The x-axis represents values in percentages from 0.4% to 1.6%. The y-axis represents frequency from 0 to 250. The distribution is a triangle with its peak at 1.00%. The 90% probability range is between 0.50% and 1.50%. The area outside this range is shaded with diagonal lines. A watermark '@RISK Trial Version For Evaluation Purposes Only' is visible.</p>	<p>Gradiente de crecimiento o “g” en una distribución triangular con un valor de mayor probabilidad 1,00%, un mínimo de 0,5% y máximo de 1,5%.</p>
 <p>A triangular distribution graph for 'Capex / 2.020'. The x-axis represents values in millions from 3.5 to 7.5. The y-axis represents frequency from 0 to 7. The distribution is a triangle with its peak at 5.0. The 90% probability range is between 4.5 and 5.5. The area outside this range is shaded with diagonal lines. A watermark '@RISK Trial Version For Evaluation Purposes Only' is visible.</p>	<p>Capex como una distribución triangular. El valor más probable por año es el definido por ISA en su plan de inversión. Dado el historial de confiabilidad de la compañía se le otorga la más alta probabilidad a que cumpla con este plan</p>
 <p>A normal distribution graph for 'Variación en el capital de trabajo / 2.020'. The x-axis represents values in millions from 1.5 to 4.0. The y-axis represents frequency from 0 to 8. The distribution is a bell curve centered at 3.0. The 90% probability range is between 1.899 and 3.544. The area outside this range is shaded with diagonal lines. A watermark '@RISK Trial Version For Evaluation Purposes Only' is visible.</p>	<p><math>\Delta</math>KTNO<sup>2</sup> como una distribución normal con media definida a cada año proyectado y desviación de 300.000</p>

Con una simulación a 10.000 iteraciones se obtiene que con una probabilidad del 90% el precio por acción está en el rango de \$16.439 y \$25.948, y el precio objetivo medio en \$21.065 (figura 3).

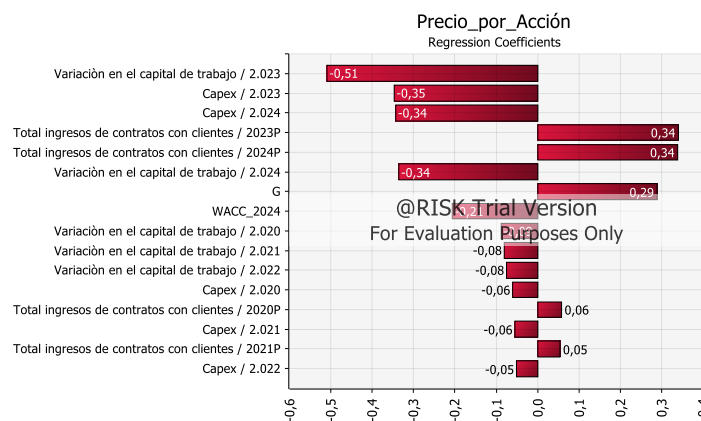
<sup>2</sup> Variación del Capital Neto de Trabajo Operativo.

Figura 3. Simulación precio objetivo



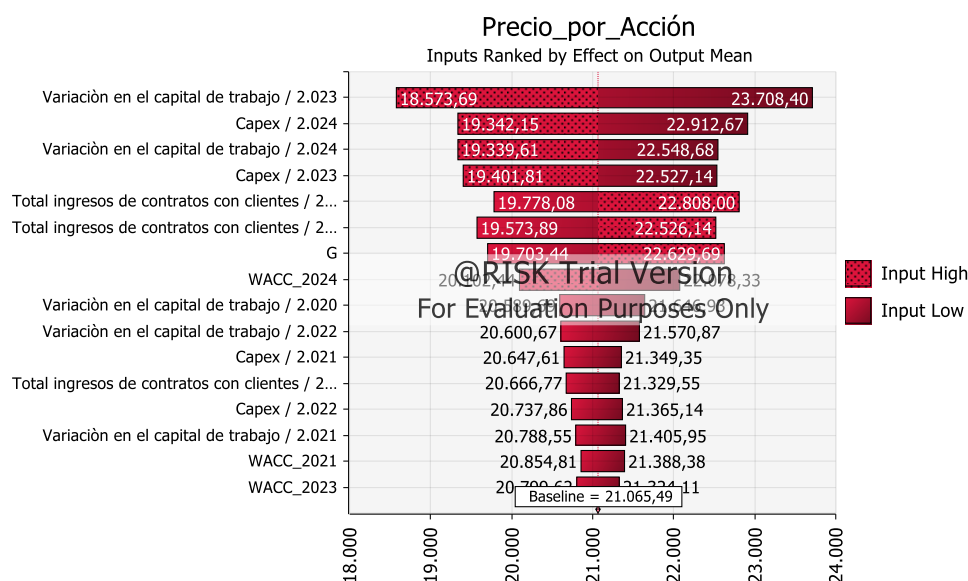
Se observan las variables con afectación directa y más relevantes del modelo, como son la variación KTNO, capex y el total de ingresos por clientes (figura 4).

Figura 4. Coeficiente regresión



Llegando a afectar, cada una de las variables, los precios de la siguiente manera (figura 5):

Figura 5. Escenarios de sensibilidad y probabilidad

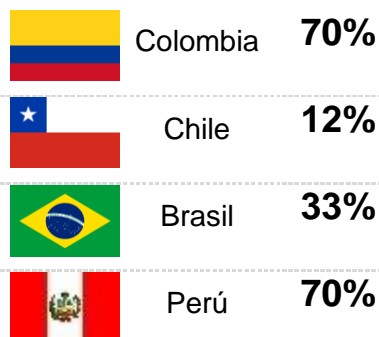


## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

### 1. Tamaño de la industria, competidores, estructura y fuentes de creación de valor

ISA representa uno de los jugadores principales en Latinoamérica en el negocio de transmisión de energía eléctrica; su cuota de mercado en los países en donde tiene presencia se detalla en la figura 6:

Figura 6. Presencia de ISA en Latinoamérica



Colombia 70%: con su filial Transelca maneja conjuntamente un 9% adicional, seguido por la Empresa de Energía de Bogotá (EEB) con un 8% y Empresas Públicas de Medellín (EPM) con un 6,5%.<sup>3</sup>

Brasil 33%: con CTEEP y gracias a su participación en Taesa se posiciona como el segundo grupo en el mercado de transmisión, con 19.400 kilómetros de líneas de transmisión y 25.800 kilómetros de circuito. Su mayor competidor es Eletrobrás, con una cuota de mercado aproximada del 55,4%. En total de su geografía, Brasil cuenta con más de 142.000 kilómetros en líneas de transmisión (ISA CTEEP, 2020).

Perú 70%: con sus tres filiales ISA REP, ISA Transmantaro e ISA Perú mantiene y coordina el 70% de las líneas de transmisión, las cuales son alrededor de 11.000 kilómetros.

En el negocio de concesiones viales, Chile cuenta con más de 3.300 kilómetros de rutas, dejando a ISA Intervial como uno de los principales operadores de dicho país, con una participación del 30% de las vías, en una extensión de 907 kilómetros en operación y 136 kilómetros en construcción, que cuentan con 293 puentes para vehículos, 188 puentes peatonales y 95 plazas de peaje. Regularmente se les extiende la concesión si no se han alcanzado los resultados pactados desde el principio. Para el caso de Colombia y Perú se está finalizando el ajuste de los detalles del *joint venture* con Construcciones El Cóndor.

## 2. Factores macroeconómicos influyentes sobre la industria

Al ser ISA una empresa multilatina, los factores macroeconómicos de los países donde tiene presencia influyen directamente en sus resultados producto de su operación, tales como crecimiento del PIB o la inflación, siendo otro factor muy relevante las diferencias en el cambio de moneda, entendiendo que una de las políticas más importantes de ISA es la de obtener deuda en la misma moneda en la que se percibirán los ingresos. Por ejemplo, en el 2020, al trasladarlos al estado de situación financiera, en los meses de enero a marzo, donde la devaluación fue de 28,77%, se dejó un aumento contable aproximado de casi COP \$2 billones por diferencia en cambio de moneda.

---

<sup>3</sup> Datos calculados con base en “Líneas de transmisión por agentes operadores” (2020).

Es importante tener en cuenta que los factores coyunturales adversos, como la pandemia por la COVID-19, generan dificultades para las economías. Según el Banco Mundial la región LATAM tendría una desaceleración media de -7,2%, siendo muy importantes tres regiones en las cuales ISA tiene presencia, como Perú (-12%), Brasil (-8%) y Colombia (-4,9%).

Latinoamérica, como una región dependiente de materias primas, tiene uno de los escenarios más retadores, ya que la dependencia al precio de estos *commodities* la hace vulnerable. A su vez, los altos índices de pobreza y bajo desarrollo convierten la región en un escenario con muchos inconvenientes de cara a la recuperación de esta crisis, la cual, según esta organización, se podría situar como la peor después de la sufrida durante la Segunda Guerra Mundial.

En el caso de Brasil las mejores estimaciones lo proyectan con una caída del -5,6% de su actividad económica y una tasa de desempleo superior al 13%. La economía brasilera viene de periodos de recesión en 2015 y 2016 de alrededor del -7% y con débiles datos de recuperación, apenas encima del 1% para años posteriores. En el sector energético se encuentra una importante apuesta dado que para la década del 2020 a 2030 se estima, según la Empresa de Pesquisas Energética (EPE) (Alarcón y Hallack, 2019), que se invertirán alrededor de BRL \$2.000 billones (cerca a COP \$1,37 trillones) tanto para energías renovables como no renovables. Actualmente, la estructura de generación de energía eléctrica en este país es: 64% hidroeléctrica, 22% termoeléctrica y 14% eólica.

Chile, por su parte, ha sido una de las economías más dinámicas de la región con un crecimiento medio de 5,2% durante 2010-2015, y en 2018 creciendo al 3,9%. Dada la coyuntura presentada en 2019, de presiones y protestas sociales, tuvo una desaceleración en términos de expansión del PIB (+1,1%), explicados por mayores gastos sociales derivados de las protestas, menores ingresos vía impuestos y la caída de las exportaciones de metales como el cobre, la cual representa aproximadamente el 10% del PIB. Así mismo, se registró un alza en la tasa de desempleo al 7,4% (“Chile panorama general”, 2020).

Para el caso colombiano se observan periodos de desaceleración y posterior reactivación durante los últimos años, no obstante, con la crisis de la pandemia por la COVID-19 se espera que se pause dicho impulso (crecimiento del PIB en 2019 del

3,3%). En respuesta a este panorama se ha implementado un sistema que aumente el gasto fiscal, a su vez que se aumenta la liquidez en la economía vía reducción de la tasa de intervención del Banco Central, con lo cual se espera mitigar los efectos adversos de esta crisis y, para 2021 y 2022, se genere un repunte de la economía vía aumento del consumo privado.

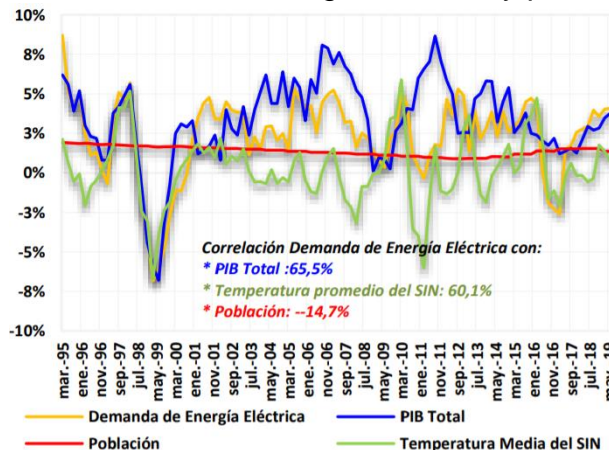
En términos de proyección de recuperación se espera que Perú, en 2021, genere un crecimiento cercano al 7%; Colombia, 3,6%; Chile 3,1%, y Brasil, 2,2% (“La COVID-19 (coronavirus) hunde a la economía mundial en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial”, 2020).

Factores regulatorios y de riesgo país toman relevancia para la compañía, como el caso de la indemnización de ISA CTEEP en Brasil, por la terminación anticipada de contratos con la Red Básica del Servicio Existente (RBSE). Esto generó que en 2013 ISA tuviera que renovar las tarifas de transmisión más bajas, así como su exclusión en la cuota de remuneración de la tarifa de Uso del Sistema de Transmisión Nacional. Con esto, la compañía tuvo que reclamar al gobierno durante los seis años posteriores, resolviendo dicha situación con el pago de una compensación aproximada por COP \$4,2 billones dividido en varios flujos anuales hasta 2025.

También está la posible modificación en el cálculo de remuneración o de tarifas por el transporte de energía por parte de CREG, de la cual en estos momentos no se encuentra mayor información disponible.

Las variables como el aumento en la productividad y crecimiento de la población y del PIB reflejan que en el mediano y largo plazo la demanda de energía eléctrica es la resultante de la evolución de las actividades productivas del país, y si bien es completamente necesaria la transmisión, el ritmo y la tasa a la que la economía se desarrolle será un referente casi directo para el consumo de energía (figura 7).

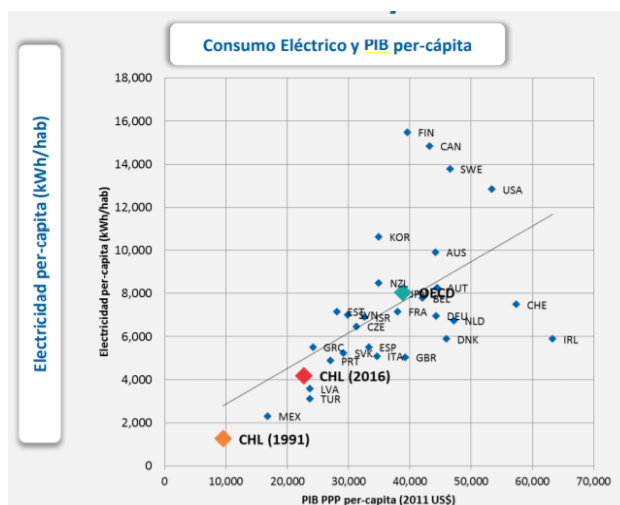
Figura 7. Proyección de demanda de energía eléctrica y potencia máxima en Colombia



Fuente: Jiménez (2018).

También se observa, para los siguientes países, la relación directa entre el PIB (en este caso per cápita) y el consumo de energía eléctrica (también en términos per cápita) (figura 8).

Figura 8. Consumo eléctrico y PIB per cápita



Fuente: Jiménez (2018).

### 3. Industria regulada

La transmisión de energía eléctrica se encuentra regulada, en el caso de Colombia, por la CREG, amparada bajo las leyes 142 y 143 de 1994, las cuales admiten al sector privado participar en la prestación de servicios públicos. En Brasil por la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (Aneel). En cuanto a infraestructura vial, en Chile está

cobijada por la Ley de Concesiones Viales DFL MOP 164 de 1991 y vigilada por la Dirección Nacional de Concesiones del Ministerio de Obras Públicas de Chile. Su negocio de telecomunicaciones y TIC está bajo la supervisión y control en Colombia del Network Operation Center (NOC), y en Brasil por el Security Operation Center (SOC).

#### 4. Análisis de Porter

La industria principal en la que se desarrolla ISA se caracteriza por ser un monopolio natural, donde las barreras regulatorias y de capital hacen que su competencia sea casi nula, pero al ser también una industria regulada sus ingresos por contratos tienen tarifas establecidas y por ende son limitados. Dado lo anterior, cobra sentido que busquen la mayor eficiencia en su operación, para tener márgenes cada vez más significativos.

- **Rivalidades entre empresas del sector**

No es común la entrada de competidores nuevos, y dada las largas duraciones de las concesiones (promedio de veinticinco años; Colombia y Chile a perpetuidad) la competencia se genera cuando se abren nuevas licitaciones, donde la compañía debe ser muy cuidadosa en su estructura de costos para poder generar utilidad. En las últimas rondas en Chile han hecho presencia compañías chinas e indias con bajas estructuras de costos (dada una mayor presencia de economía a escala en sus operaciones), lo cual se refleja en una tarifa final ofertada. No tiene sentido para ISA el competir por estos proyectos.

- **Poder de negociación con los compradores**

Nuevamente, al ser una industria regulada, el margen de negociación es mínimo por parte de los compradores, sin embargo, se debe hacer una debida gestión con los gobiernos y entes reguladores, toda vez que al cumplir los periodos de renovación de tarifas las mismas no deberían afectar negativamente los resultados de la compañía, pero sí buscar un mayor bienestar social.

- **Poder de negociación con los proveedores**

Al ser una compañía de alta relevancia en la región, maneja diversos procesos con proveedores de servicios en todas sus geografías, lo que le otorga una

significativa ventaja al momento de negociar, ya que tiene acceso a suficientes propuestas para encontrar la mejor alternativa tanto en costos como en eficiencia y calidad.

- **Amenazas de sustitutos**

Por las razones antes explicadas, en el corto plazo no se encuentran este tipo de amenazas, pero es relevante para la compañía el proyectar a largo plazo estrategias que la posicionen como un referente de innovación, dado que la aplicación de nuevas tecnologías, por parte de sus competidores, en el futuro, podría afectar la consecución de nuevos contratos; lo que generaría un impacto para el crecimiento del negocio.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 1. Historia, localización e infraestructura

La compañía fue fundada el 14 de septiembre de 1967 como Interconexión Eléctrica S. A. (ISA), y es el resultado de la unión de seis empresas en Colombia para la administración, construcción y mantenimiento de la mayor red de transmisión de alto voltaje que al día de hoy suma 46.280 kilómetros entre las diferentes geografías y un índice del 99,87% de confiabilidad. Cabe resaltar que es la empresa con la mayor red de transmisión de alta tensión en Latinoamérica, distribuida de la siguiente manera:

- Colombia: 10.908 kilómetros en operación y 1.432 kilómetros en construcción.
- Chile: 1.947 kilómetros en operación.
- Brasil: 25.806 kilómetros en operación.
- Perú: 9.418 kilómetros en operación y 1.507 en construcción.
- Bolivia: 588 kilómetros en operación.

En 1995 aparta una estructura del negocio y se crea Isagen, como una compañía independiente encargada del negocio de generación hidroeléctrica y termoeléctrica. En el año 1998 se diversifica por rama de negocio creando Internexa, una compañía de telecomunicaciones. Para el 2001 crea ISA Perú y en 2010 entraría al negocio de concesiones viales en Chile, con la compra de la

concesión Ferrovial Chile a la compañía Cintra Chile; también se crea ISA Intervial. Para el año 2000 tuvo su primer programa de democratización y empezó a ser transada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

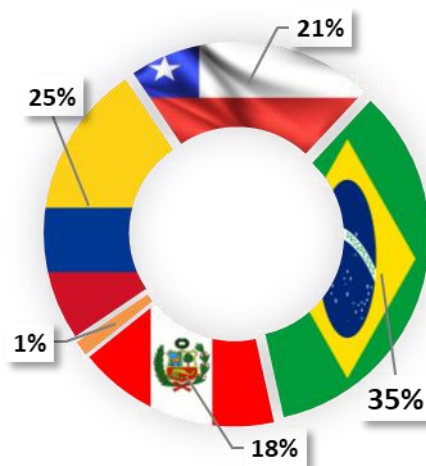
Hoy cuenta con 1.107.677.894 acciones y al 2T20 ISA está conformada por 3.880 empleados en sus 43 filiales y subsidiarias a lo largo de las siete geografías principales, con una distribución en el ingreso y con sus negocios principales como puede verse en la figura 9:

**Figura 9.** Presencia en Latinoamérica



Fuente: “Reporte integrado de gestión 2018” (2019).

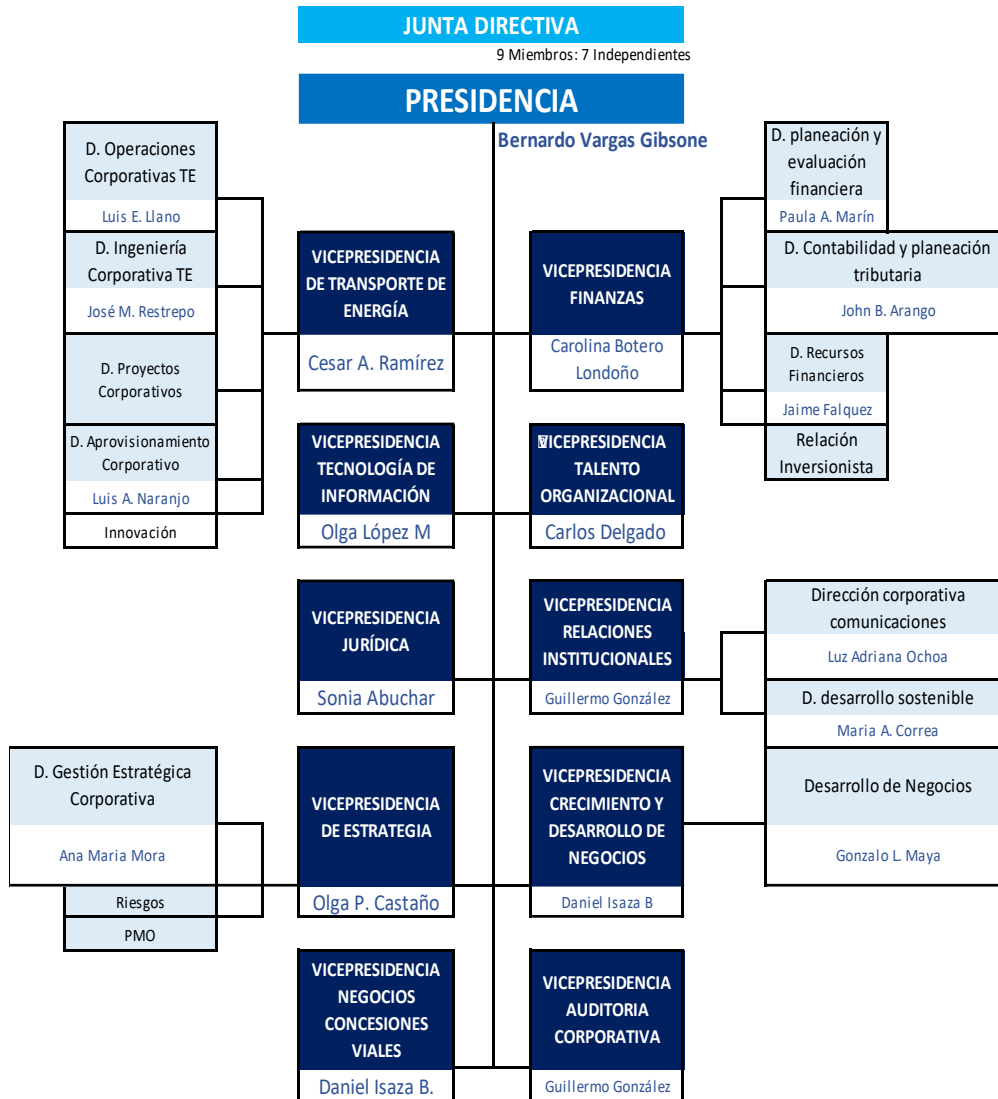
**Figura 10.** Porcentaje participación ingreso por país



Fuente: “Reporte integrado de gestión 2018” (2019).

1. Información management

Figura 11. Junta Directiva



Fuente: "Estructura organizacional" (2020).

2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Confiabilidad en transmisión del 99%</li> <li>• Estabilidad y fácil previsión de flujo de caja en transmisión de energía</li> <li>• Aumento consistente hacia el 70% del margen ebitda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estructura de costos de TIC es alta respecto al aporte que genera al ingreso o ebitda</li> <li>• Flujos de caja negativos durante los primeros años de la década (2020 y</li> </ul>

<ul style="list-style-type: none"> <li>Diversidad geográfica</li> <li>Estructura de capital con bajo apalancamiento</li> </ul>	2021) dado plan ISA 2030
<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Capex comprometido por los próximos 5 años de USD \$3,800 mm</li> <li>Penetración en el mercado de energía en Brasil (35% de la inversión del plan 2030)</li> <li>Estrategia de crecimiento en geografías existentes y posibilidad de expansión a geografías desarrolladas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ambición de programa 2030 con posibilidad de que se generen demoras y sobre costos en la marcha.</li> <li>Falta de certeza en cuanto a remuneración o tarifas de servicio de transmisión de energía en Colombia</li> <li><i>Downgrade</i> en calificación de riesgo de Brasil, Colombia y Perú (como país). Puede afectar perfil crediticio de la empresa y por ende encarecer su deuda (futura)</li> </ul>

### 3. Productos y servicios

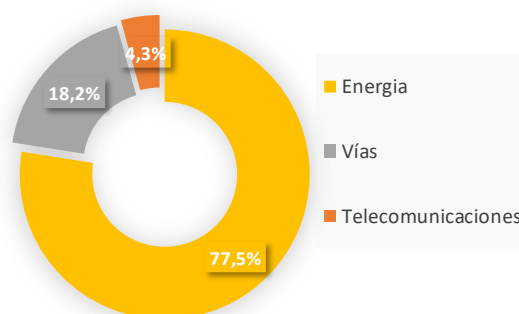
ISA opera en tres negocios principales, a saber:

- **Energía eléctrica:** como uno de los principales jugadores en Latinoamérica ISA transporta un promedio de 420.000 GWh a lo largo de sus 46.374 kilómetros de redes de alto voltaje en Colombia, Chile, Brasil, Perú y Bolivia. Actualmente se encuentra en la construcción de 5.618 kilómetros adicionales de redes.
- **Concesiones viales:** ISA Intervial es una de las principales compañías que construye, mantiene y gestiona rutas en Chile, con un total de 907 kilómetros de vías en funcionamiento y un promedio de 151 millones de vehículos que hacen uso de los mismos. Además, 136 kilómetros en construcción a ser entregadas hacia 2023. Así mismo, en diciembre de 2018 cerró un acuerdo marco de inversiones y en julio de 2020 se constituye Interconexiones Viales, con el cual El Cóndor (35%) aporta algunas de sus concesiones actuales y su *expertise* en el negocio de construcción, e ISA (65%) aporta capital para la consolidación de nuevos proyectos, al momento, en Colombia y Perú.
- **Telecomunicaciones y TIC:** con Internexa se encarga de entregar soluciones digitales a diferentes compañías para así ayudarlas en todo el proceso de

transformación digital, con soluciones en servicios de *cloud* (en la nube), seguridad administrada, comunicación unificada y administración de redes, así como prestando una infraestructura en redes de fibra óptica y generación de lazos comerciales con las principales empresas de infraestructura de telecomunicación en Latinoamérica.

**Figura 12.** Participación por línea de negocio

Participación en el Ingreso



Fuente: elaboración propia con base en “Reporte integrado de gestión 2019” (2020).

#### 4. Estrategia

Desde el 2018, y para la década del 2020 y 2030, ISA tiene marcada una estrategia con el nombre Mega ISA 2030, en la cual, a través de un plan de inversión de COP \$35 billones en sus diferentes líneas de negocio, siendo el foco principal el de transmisión de energía eléctrica, quiere aumentar su ebitda en un 70% (aproximadamente \$8,2 billones a 2030).

Entre sus pilares fundamentales se encuentran la innovación, área en la que en 2019 invirtió USD \$16 millones, con la cual espera consolidarse y asegurar la competitividad en los negocios y geografías en las que ya tiene presencia; también existe interés en proyectos como la digitalización del diseño de obras de infraestructura eléctrica, así como la utilización de alta tecnología para el mantenimiento de las redes actuales, la búsqueda de posibilidades en negocios adyacentes al de energía y de nuevas oportunidades en áreas de afinidad y geografías, como Estados Unidos. Esto se da considerando que ISA se encuentra muy cercana a un estado de madurez en el negocio de transmisión de energía eléctrica, por lo cual debe concentrarse en hacer lo más rentable posible su operación, así como buscar crecimiento a través de nuevos

proyectos; esta es una de las principales razones por la cual hace varios años decidió diversificarse por tipo de negocio.

## 5. Desarrollos recientes

La mayor concentración de sus proyectos es vía negocio de transmisión energía eléctrica, de los cuales observamos la adjudicación para la transmisión de energía a 220 kV en la estación El Río, o con Chinú-Montería-Urabá a 230 kV, así como adjudicación de tres proyectos en Brasil para construir un total de 379 kilómetros en líneas con una potencia de 4.291 MVA. Ahora, bajo la situación de la pandemia por la COVID-19, dentro de los proyectos más recientes ISA se ha concentrado en la innovación y desarrollo de plataformas para aumentar su red de conexión a internet, así como el uso de herramientas como IA (Inteligencia Artificial), el *blockchain*, servicios en *cloud* y el monitoreo en tiempo real para sus transformadores.

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Junta Directiva: está conformada por nueve miembros, de los cuales siete son independientes (tabla 6).

**Tabla 6.** Junta Directiva

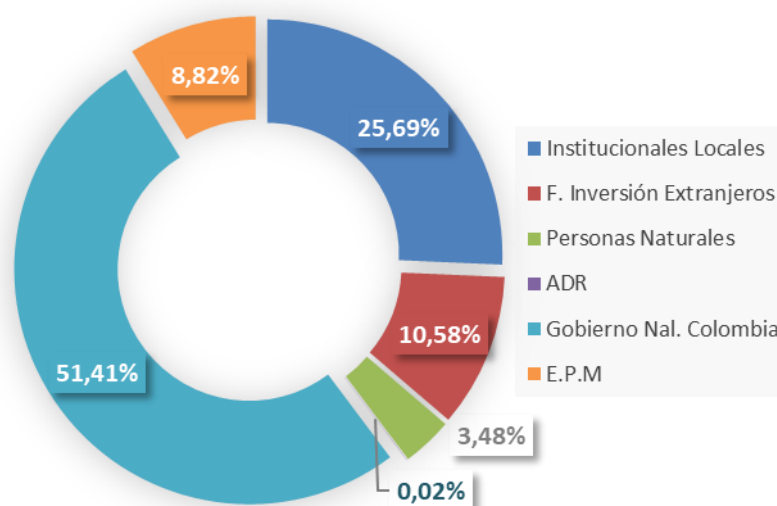
<b>Marcela Meléndez Arjona</b> Nominada por: Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Miembro Independiente	<b>Henry Medina González</b> Nominado por: Fondos de pensiones y cesantías - Miembro Independiente
<b>Santiago Montenegro Trujillo</b> Nominado por: Fondos de pensiones y cesantías - Miembro Independiente Presidente de la Junta Directiva/ Presidente Comité de Negocios	<b>Isaac Yanovich Farbiarz</b> Nominado por: Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Miembro Independiente
<b>Carlos Mario Giraldo Moreno</b> Nominado por: Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Miembro Independiente Presidente de Comité de Junta y Gobierno Corporativo	<b>Jesús Aristizábal Guevara</b> Nominado por: Empresas Públicas de Medellín - Miembro Independiente Presidente Comité de Auditoría y Corporativa
<b>Camilo Zea Gómez</b> Nominado por: Fondos de pensiones y cesantías - Miembro Independiente	<b>Juan Pablo Zárate Perdomo</b> Viceministro Técnico del Ministerio de Hacienda y Crédito Público Nominado por: Ministerio de Hacienda y Crédito Público
<b>Cesar Augusto Arias Hernández</b> Director de Crédito Público y del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda y Crédito Público Nominado por: Ministerio de Hacienda y Crédito Público	

Fuente: "Reporte integrado de gestión 2019" (2020).

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

## 1. Principales accionistas

Figura 13. Principales accionistas



Fuente: elaboración propia con base en “Composición accionaria” (2020).

Entre sus doce principales accionistas se encuentran:

Tabla 7. Doce accionistas principales

NOMBRE	%
MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO	51,41%
EMPRESAS PÚBLICAS DE MEDELLÍN E.S.P.	8,82%
F. DE P. O. PORVENIR MODERADO	8,42%
F. DE P. O. PROTECCIÓN MODERADO	5,60%
F. BURSATIL ISHARES COLCAP	2,88%
F. DE P. O. COLF.S MODERADO	2,35%
NORGES BANK-CB NEW YORK	1,30%
SKANDIA F. DE P. O.-MODERADO	1,11%
F. BURSATIL HORIZONS COLOMBIA SELECT DE S&P	0,83%
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY J.P. MORGAN	0,62%
VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	0,61%
F. P. OBLIGATOR. PORVENIR MAYOR RIESGO	0,56%

Fuente: elaboración propia con base en “Composición accionaria” (2020).

## 2. Liquidez accionaria

La acción en la BVC está catalogada como de alta bursatilidad, y dado su alto volumen transaccional (440.000 acciones/día a un promedio de COP \$8.200 mm/día) se sitúa entre las cuatro más transadas del mercado.

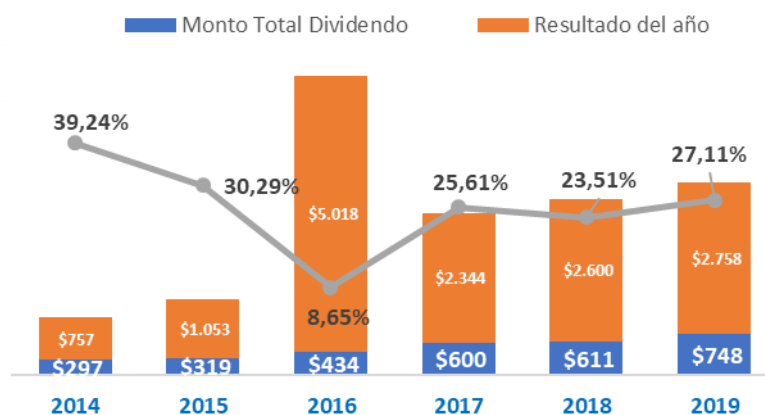
## 3. Libre flotación

El 39,75% de las acciones del Grupo ISA es de libre flotación.

## 4. Política de dividendos

Durante los últimos cinco años ISA ha repartido un total de COP \$3 billones en dividendos a una razón promedio de 25,7% sobre la utilidad del ejercicio (figura 14).

Figura 14. Distribución de dividendos



Fuente: elaboración propia con base en “Dividendos por acción” (2020).

## RIESGOS DE INVERSIÓN

- Riesgo de mercado (nacional e internacional y precio)

El riesgo de mercado considera la variación desafortunada de los flujos de caja frente al valor razonable esperado, los cuales son afectados por variables macroeconómicas, tipos de cambio, tasas de interés, nacionales e internacionales, y materias primas.

Algunos instrumentos usados por la compañía para la mitigación al riesgo cambiario en el pago de intereses y pago de otras obligaciones financieras es la gestión de operaciones con derivados no estandarizados como Cross Currency Swap, interest rate swap, forward y commodities.

Por otra parte, aunque el negocio de vías ha presentado una reducción de flujo de vehículos afectando el número de peajes recibidos frente al nuevo escenario de la pandemia por la COVID-19, la compañía cubre este riesgo con cláusulas de volúmenes mínimos en sus contratos de concesión que prevén estas situaciones; en el caso específico de Chile se compensará bajo la forma de extensión de contrato, y en Colombia se espera mitigar este riesgo con la nueva vía de peaje costera Cartagena-Barranquilla.

- Riesgo de tipo de cambio

Es uno de los principales riesgos que tiene la compañía dado que percibe ingresos en múltiples monedas, lo que afecta los flujos de caja como el estado de resultados, pues estas monedas se convierten a pesos colombianos teniendo en cuenta la siguiente estructura (figura 15):

**Figura 15. Cambio divisas**



Fuente: “Reporte integrado de gestión 2019” (2020).

Si bien una de las políticas que tiene la compañía es la de obtener deuda en la misma moneda en la que tendrá los flujos de efectivo, como un mecanismo de cobertura natural, durante la última entrega de resultados se pudo observar un aumento nominal en el monto de la deuda de casi COP \$2 billones por diferencia en cambio, dada por una devaluación del peso colombiano cercana al 29% en los meses de enero a marzo del presente año.

- Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)

Podría haber posibles afectaciones en el desarrollo de proyectos en construcción, bien sea por licencias ambientales o por fenómenos que afecten el normal desarrollo del plan trazado por ISA, sin embargo, en este último el riesgo es bajo considerando que el

negocio de la compañía es la infraestructura y transmisión mas no la generación de energía.

- Riesgo operativo

La compañía realiza evaluaciones constantes de situaciones externas que pueden afectar las estrategias vigentes y por ende el modelo de negocio futuro, es así que monitorea constantemente los siguientes riesgos:

- Reconfiguración de la cadena de valor del sector energético.
- Puntos de inflexión climática y eventos catastróficos.
- Vulnerabilidad cibernética y fraude en la información.
- Cambios en preferencias de tecnología que afecten el uso de la infraestructura actual.
- Inestabilidad en gobiernos, economías, institucionales o entre Estados.
- Daños en la propiedad o en la infraestructura.

- Riesgo financiero y de liquidez

Aunque se prevé flujos de caja negativos e indicadores crediticios más débiles con un índice de deuda a ebitda temporalmente superior a 3,5 veces durante los próximos dos años, debido al anunciado plan de expansión, la compañía monitorea constantemente el flujo de caja de corto y largo plazo regulando sus fuentes de usos, además cuenta con el respaldo de bancos locales y del exterior para financiar sus inversiones con papeles comerciales y cupos de crédito.

- Riesgo sindical

Existe inconformidad frente algunas acciones antisindicales que ha tenido el grupo, especialmente en el traslado unilateral de la mayoría de empleados a la filial Inter Colombia, que tiene pocos activos y que se encarga de prestar servicios a ISA desconociendo la convención conquistada por el sindicato durante muchos años, alegando que no son empleados de ISA sino de su filial.

- Riesgo legal o de regulación

Las principales líneas de negocio de la compañía se encuentran reguladas y la diversificación geográfica de activos ayudará a mitigar la exposición a una única jurisdicción; los marcos regulatorios de la región, en especial el de Colombia y Brasil,

ayudan a reducir la volatilidad en los flujos de caja por sus mecanismos para fijar sus tarifas.

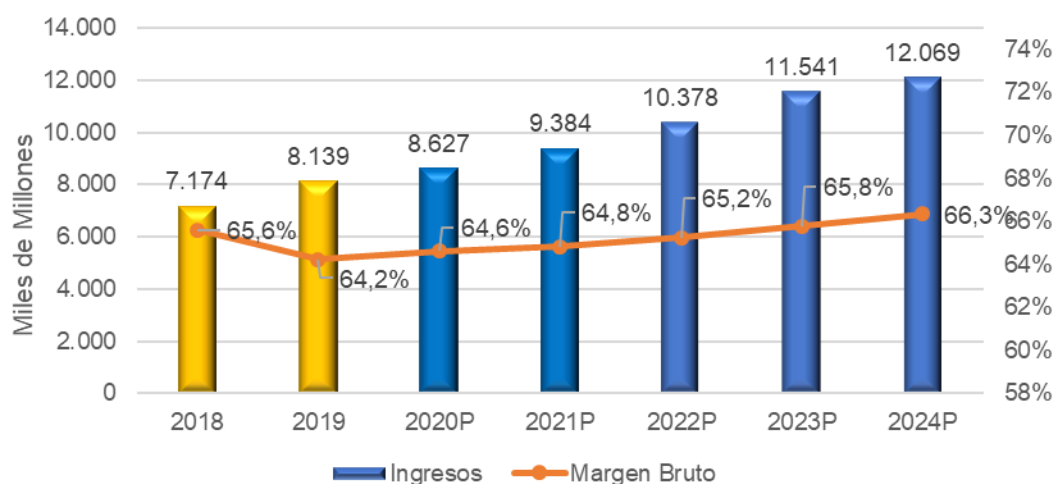
Se prevé que para el segundo semestre de 2021 la CREG en Colombia implemente un nuevo modelo para fijar las tarifas de transmisión de energía basado en el valor depreciado de los activos, sin embargo, no se pronostican cambios importantes en los flujos de caja si la compañía mantiene un valor de mantenimiento mínimo que se iguale a la depreciación.

Frente al escenario actual de la pandemia por la COVID-19, que ha afectado a grandes empresas, la compañía considera que no tendrá un impacto importante en sus flujos de caja teniendo en cuenta que no solo recibe ingresos por volúmenes de energía transportados, sino por la disponibilidad para los sistemas nacionales; si bien los usuarios pueden retrasarse en los pagos, los reguladores en cada país han adoptado varias medidas para proteger al sector.

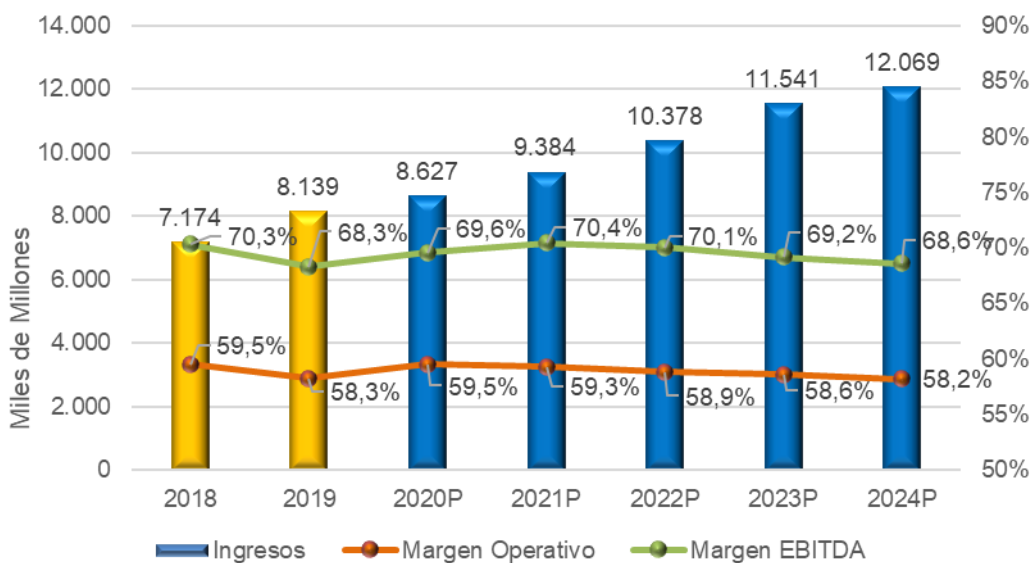
## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### 1. Supuestos de operación

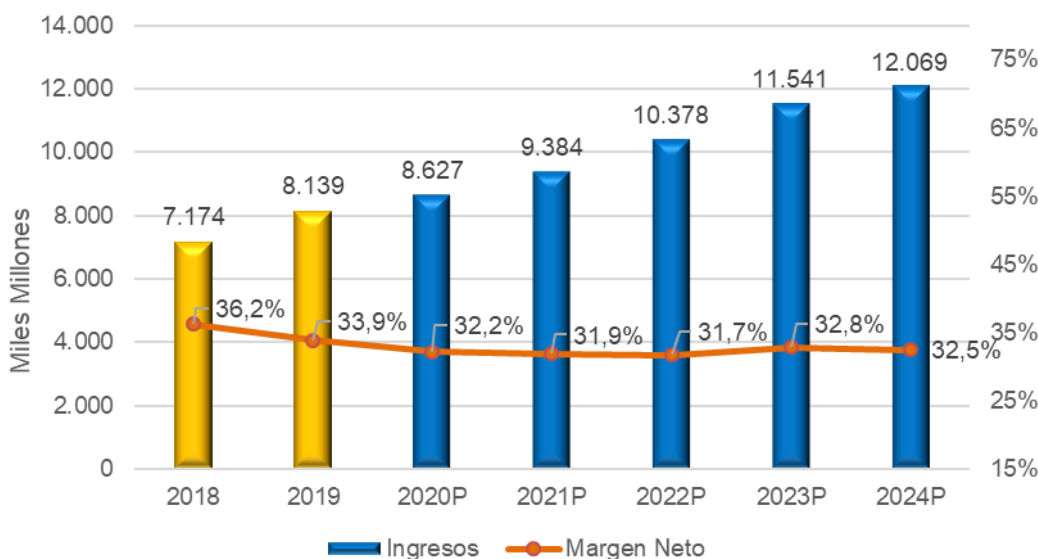
**Figura 16.** Ingresos operacionales y margen bruto



**Figura 17. Ingresos operacionales, margen operativo y margen ebitda**



**Figura 18. Ingresos operacionales y margen neto**



● **Ventas estimadas**

La proyección sobre las ventas estimadas se realizó para las tres ramas de negocio con los siguientes modelos:

Transmisión energía eléctrica: de acuerdo con estudios publicados de la proyección en el crecimiento de consumo de energía eléctrica realizados por UPME (Colombia), EPE (Brasil), Coordinador Eléctrico Nacional (Chile) y BNamericas (Perú), se pondera por la

participación del país en el ingreso por transmisión, se adiciona la inflación esperada en cada una de las geografías. Se estima una tasa resultante de crecimiento con una media del 8,8%. A su vez, se toman en cuenta la entrada en funcionamiento de los proyectos hasta 2024 y su estimado en ingreso por ISA, como un adicional a la proyección antes planteada.

Concesiones viales: se considera el próximo proyecto a entregar por Intervial Chile dentro del horizonte de estudio, Rutas del LOA (Chile) y sus 111 kilómetros nuevos a ser entregados en 2023 y 25 kilómetros en 2024. Se estima una tasa media de retorno por kilómetro administrado y se calcula a este nuevo tramo. Dicho cálculo es muy cercano a la estimación que realiza ISA en su informe “Proyectos en ejecución” (2020).

Telecomunicaciones y Tecnología de la Información: se toman los promedios de crecimiento del negocio de los últimos cuatro años; estos son coherentes con las estimaciones realizadas en las conferencias de entrega de resultados del segundo trimestre de 2020, donde el negocio de telecomunicación y servicios TIC tomaron relevancia dada la pandemia por la COVID-19 y la necesidad de los usuarios para acceder a este tipo de servicios e infraestructura.

Los costos de operación se incrementan progresivamente de acuerdo con el aumento de ventas y se mantienen en promedio en un 27% con relación a los ingresos; por otra parte, los gastos de administración y comercialización se mantienen estables en 7% promedio en relación a los ingresos, lo que demuestra la optimización del costo fijo.

## 2. SUPUESTOS DE INVERSIÓN

- **Capex y activos fijos**

De acuerdo con el plan de inversión en capex de ISA se toman los montos proyectados a invertir durante los siguientes cinco años de la siguiente manera (figura 19):

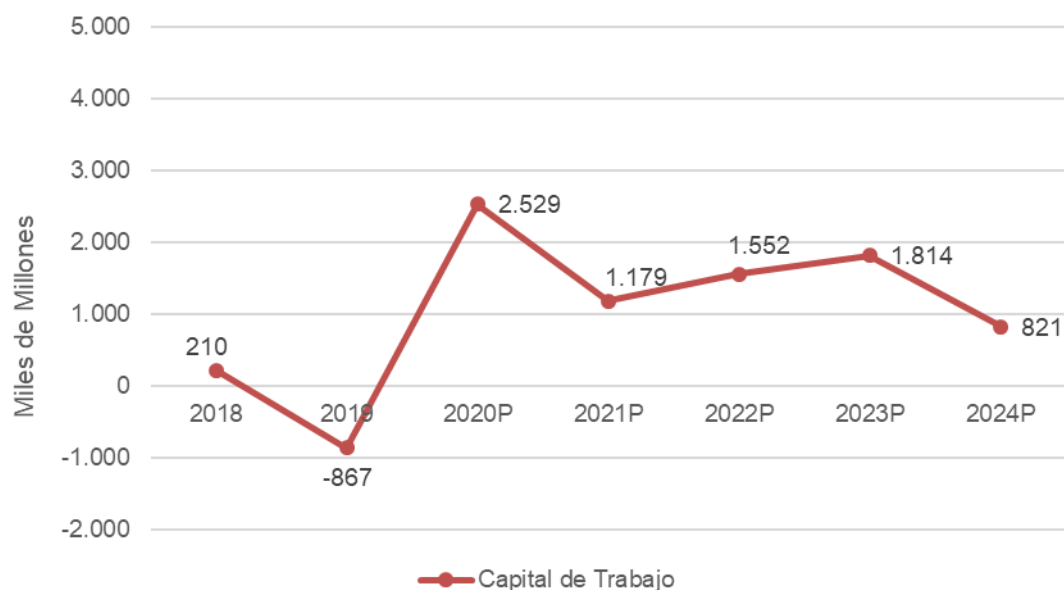
Figura 19. Capex comprometido 2020-



Fuente: “Resultados financieros” (2020).

3. CAPITAL DE TRABAJO

Figura 20. Capital de trabajo



La dinámica de variación del capital de trabajo coincide con la variación en el aumento de ventas.

#### 4. HIPÓTESIS FINANCIERAS

- Estructura financiera. Razón D/E

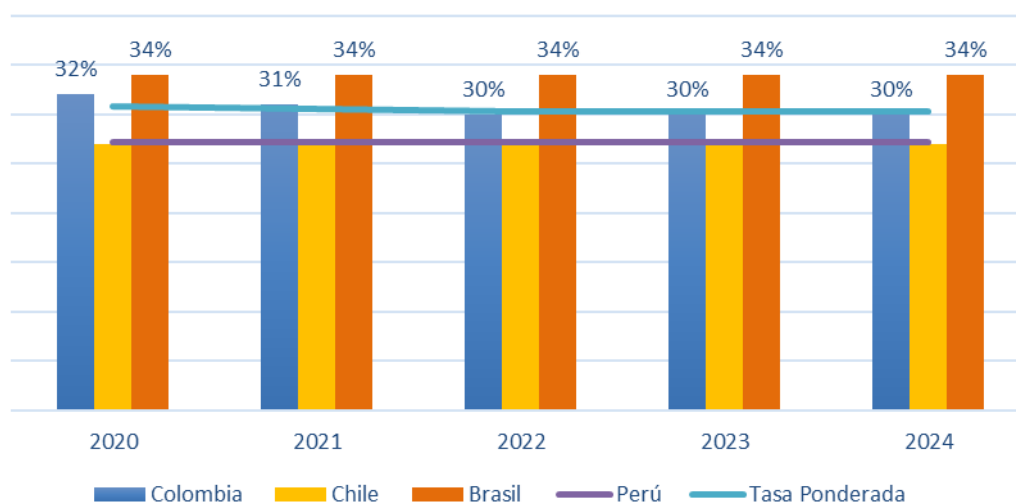
La razón D/E se toma como una estructura variable a lo largo del horizonte de estudio; se observa que la misma no presenta mayores variaciones a pesar de la gran inversión en capex del plan ISA 2030.

**Tabla 8.** Estructura de capital

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Relación D/E	84,15%	97,90%	108,55%	111,63%	105,87%	104,36%

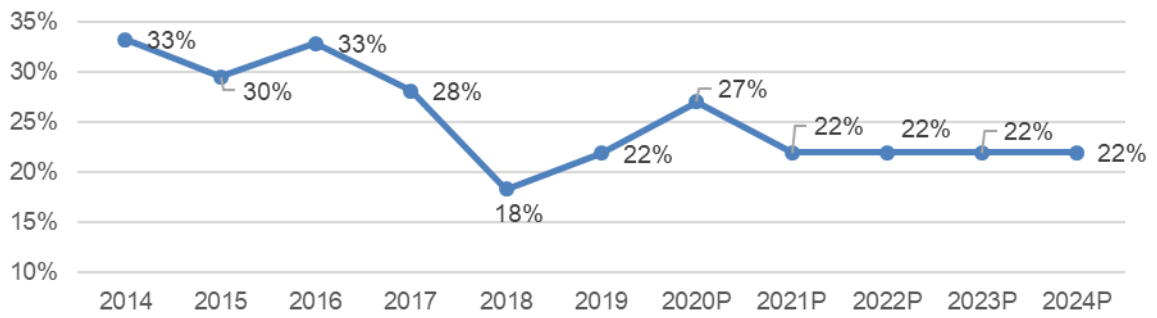
#### 5. Impuestos

**Figura 21.** Tarifa impuesto de renta



La tasa ponderada del 30,26% corresponde a la tarifa por país según su participación en el ebitda proyectado.

**Figura 22. Tarifa impuesto de renta mínimo presuntivo**



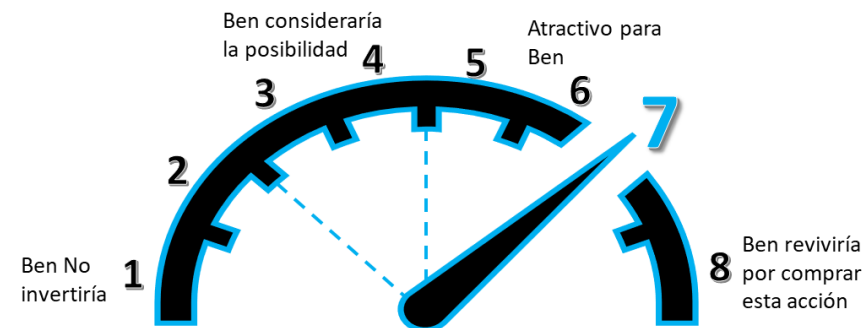
## BEN GRAHAM DIAL

Tabla 9. Análisis Ben Graham

INDICADOR	FÓRMULA	Año Base 2020	Criterio	CRITERIO GRAHAM BEN	Validación	Observación
1 E/P	Utilidad por Acción/Precio	7%	1,92%	Mayor a 2x el yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años.	3,64 <b>Cumple</b>	E/P mayor en <b>3,64 veces</b> a 2x <i>yield</i> de tesoros a 10 años
2 P/E	Precio/Utilidad por Acción	14,29	16,29	Igual o inferior a la mitad del valor del P/E más alto de los últimos 5 años.	-2,00 <b>Cumple</b>	P/E mas alto de los últimos 5 años fue de <b>32,6</b> (2015) y su actual es menor a la mitad de este valor
3 Dividend Yield	Dividendo/Precio	3,35%	0,48%	Igual o superior a la mitad del valor del yield de los bonos del tesoro EEUU a 10 años.	2,87% <b>Cumple</b>	Valor superior en un <b>&gt;2,87%</b>
4 Precio	Precio por Acción - Pat/No. Acción	20.400	29.728	Igual o inferior a 1,5x el valor en libros de la acción.	9.328 <b>Cumple</b>	Precio por acción es inferior en un nominal de <b>COP \$9.328</b> a 1,5 veces el valor en libros
5 Deuda Total	Deuda Total	21.492.048	21.952.691	Menor al valor en libros del Equity	0,98 <b>Cumple</b>	La deuda total es menor al valor en libros del equity en COP \$98 millones
6 Razón Corriente	Activos Corrientes / Pasivos Corrientes	2,60	2,00	2 o más	0,60 <b>Cumple</b>	Razón corriente superior en <b>0,6</b>
7 Crecimiento de Ingresos	Crecimiento de Ingresos	9%	7%	Igual o superior a un 7% en los últimos 5 años.	<b>Cumple</b>	
8 Crecimiento de Ganancias	Crecimiento de ganancias (medido por la desviación estándar de los ingresos)	171%	15%	Estabilidad en el crecimiento en las ganancias	<b>No Cumple</b>	Presenta grandes saltos (aceleración y desaceleración) en sus ganancias Desc. Std 171%

Según los criterios entregados por Ben Graham la inversión en la acción de ISA es muy atractiva, al cumplir siete de los ocho criterios.

**Figura 23.** Análisis Ben Graham



Fuente: plantilla Burkenroad [documento interno].

## REFERENCIAS

- Alarcón, A. y Hallack, M. (2019). Transición energética y desarrollo económico, ¿un desafío o una oportunidad para Brasil? (2019). BID. <https://blogs.iadb.org/energia/es/transicion-energetica-y-desarrollo-economico-un-desafio-o-una-oportunidad-para-brasil/>
- Betas by sector (2020). Damodaran. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Chile, panorama general (2020). Banco Mundial. <https://www.bancomundial.org/es/country/chile/overview>
- Damodaran (2020). <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dividendos por acción (2020). ISA. <http://www.isa.co/es/relacion-con-inversionistas/Paginas/informacion-bursatil/dividendos.aspx>
- Estructura organizacional (2020). ISA. <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/sistema-de-control-empresarial/estructura-empresarial.aspx>
- ISA CTEEP (2020). <http://www.isactEEP.com.br/pt/isactEEP/perfil>
- Jiménez, S. (2018). Un Chile más eléctrico, eficiente y sustentable. [http://generadoras.cl/media/seminario/180508\\_Ministerio\\_de\\_Energia\\_Apertura\\_Ministra\\_de\\_Energia.pdf](http://generadoras.cl/media/seminario/180508_Ministerio_de_Energia_Apertura_Ministra_de_Energia.pdf)
- Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.
- La COVID-19 (coronavirus) hunde a la economía mundial en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial (2020). Banco Mundial. <https://imgcdn.larepublica.co/cms/2020/06/08175530/GEP20B-NR-Spanish.pdf>

Líneas de transmisión por agentes operadores (2020). Paratec.  
<http://paratec.xm.com.co/paratec/SitePages/transmision.aspx?q=lineas>

Proyectos en ejecución (2020). ISA. <http://www.isaintercolombia.com/Proyectos/En-Ejecucion>

Reporte integrado de gestión 2018 (2019). ISA: <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/Documents/nuestra-compania/informes-empresariales/informe%202019/Reporte%20Integrado%20ISA%202018.pdf>

Reporte integrado de gestión 2019 (2020). ISA. <http://www.isa.co/es/nuestra-compania/Paginas/asamblea-general/informes-empresariales.aspx>

Resultados financieros (2020). ISA. <http://www.isa.co/es/relacion-con-inversionistas/Paginas/informacion-financiera/resultados-financieros.aspx>

Resultados financieros ISA: Segundo trimestre 2020 (2020). ISA.  
<http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/hechos-relevantes/resultados-financieros-isa-segundo-trimestre-2020.aspx>

## ANEXOS

## ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA HISTÓRICO

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.313.630	1.029.250	1.167.353	1.541.551	1.522.060	2.487.201
Clientes y concesiones - KTN	2.137.199	2.009.024	2.962.177	3.478.459	3.492.549	3.354.297
Otras cuentas por cobrar	207.496	221.084	292.378	227.361	440.482	598.714
Otros activos financieros (Der. en fideicomisos y CDT + 90 días)	433.774	357.261	552.845	685.070	912.334	2.384.381
Impuesto corriente	258.935	292.190	463.818	309.451	316.730	247.981
Inventarios - neto - KTN	108.002	148.013	101.743	83.481	98.271	151.527
Activos no financieros (adelantos compra de bienes y servicios)	175.734	193.782	132.875	95.357	241.757	225.219
Préstamo por cobrar partes relacionadas					31	126
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>4.634.770</b>	<b>4.250.604</b>	<b>5.673.189</b>	<b>6.420.730</b>	<b>7.024.214</b>	<b>9.449.446</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>						
Efectivo restringido	47.097	46.553	60.495	78.204	339.007	97.347
Impuesto no corriente	0	0	0	46.870	27.241	6.174
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	1.165.905	1.204.681	1.690.711	3.093.842	2.871.781	3.119.350
Instrumentos financieros	25.400	25.757	16.299	16.335	15.478	15.478
Clientes y concesiones	7.973.816	8.466.560	14.774.030	15.700.794	15.225.420	15.013.805
Otras cuentas por cobrar	1.417.061	1.481.325	1.795.783	1.908.372	1.664.996	1736280
Otros activos financieros (der. en fideicomisos y CDT + 90 días)	0	0		0	6.110	20.232
Inventarios -neto	59.046	81.726	72.931	85.778	63.359	64.808
Propiedad, planta y equipo	15.955.554	16.954.783	18.288.705	19.362.588	20.739.213	21.941.743
Depreciación acumulada	-9.975.990	-10.247.725	-10.526.870	-10.298.785	-10.544.099	-10.846.285
Intangibles	6.058.354	7.814.875	8.801.544	9.326.307	10.069.948	10.619.227
Amortización acumulada	-2.130.738	-2.363.861	-2.621.684	-2.901.813	-3.242.617	-3.564.213
Activos no financieros (adelantos compra de bienes y servicios)	57.145	77.700	67.802	65.015	93.676	106.428
Impuesto diferido	326.636	319.892	415.450	504.264	591.278	791.388
Activo en arrendamientos financiero neto					22.514	220.311
Activos intangibles en arrendamiento financiero - neto						1.390
Préstamo por cobrar partes relacionadas					335	335
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>20.979.286</b>	<b>23.862.266</b>	<b>32.835.196</b>	<b>36.987.771</b>	<b>37.943.640</b>	<b>39.343.798</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>25.614.056</b>	<b>28.112.870</b>	<b>38.508.385</b>	<b>43.408.501</b>	<b>44.967.854</b>	<b>48.793.244</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>						
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
Pasivos financieros	1.396.833	1.540.247	1.674.203	1.603.839	1.751.632	1.698.041
Cuentas por pagar	499.271	685.079	905.227	779.066	635.442	973.576
Beneficios a los empleados	57.769	66.195	73.253	83.690	99.330	101.658
Impuestos corrientes	230.852	235.978	245.065	407.912	251.656	268.197
Provisiones	502.751	472.780	537.283	121.006	95.924	551.058
Otros pasivos no financieros (ingr. por anticipado)	127.132	226.282	229.713	114.763	89.795	82.557
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>2.814.608</b>	<b>3.226.561</b>	<b>3.664.744</b>	<b>3.110.276</b>	<b>2.923.779</b>	<b>3.675.087</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>						
Pasivos financieros	8.506.150	9.382.032	10.797.222	14.085.189	15.438.954	16.059.516
Cuentas por pagar	1.103.745	1.151.775	979.709	995.292	908.158	974.314
Impuestos no corrientes	226.003	230.852	1.041.742	1.054.405	986.905	963.722
Beneficios a los empleados	410.563	422.835	457.326	490.130	390.147	465.417
Provisiones	188.629	264.043	267.893	253.275	247.497	211.188
Otros pasivos no financieros (ingr. por anticipado)	376.308	304.528	401.776	490.647	499.634	499.037
Impuesto diferido	1.541.116	1.737.191	3.986.495	4.505.765	4.630.953	4.841.749
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>12.352.514</b>	<b>13.493.256</b>	<b>17.932.163</b>	<b>21.874.703</b>	<b>23.102.248</b>	<b>24.014.943</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>15.167.122</b>	<b>16.719.817</b>	<b>21.596.907</b>	<b>24.984.979</b>	<b>26.026.027</b>	<b>27.690.030</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital suscrito y pagado	36.916	36.916	36.916	36.916	36.916	36.916
Prima en colocación de acciones	1.428.128	1.428.128	1.428.128	1.428.128	1.428.128	1.428.128
Reservas	1.195.191	1.491.399	1.878.709	3.585.959	4.428.306	5.346.023
Resultados retenidos	3.316.440	3.237.679	3.232.907	3.228.134	3.217.227	3.212.454
Resultado del año	509.713	701.548	2.136.629	1.437.936	1.524.382	1.638.732
Otro resultado integral	395.094	944.554	1.150.568	1.239.964	1.234.415	779.923
<b>PATRIMONIO ATRIBUIBLE A PROPIETARIOS DE LA CONTROLADORA</b>	<b>6.881.482</b>	<b>7.840.224</b>	<b>9.863.857</b>	<b>10.957.037</b>	<b>11.869.374</b>	<b>12.442.176</b>
Participaciones no controladoras	3.565.452	3.552.829	7.047.621	7.466.485	7.072.453	8.661.038
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>10.446.934</b>	<b>11.393.053</b>	<b>16.911.478</b>	<b>18.423.522</b>	<b>18.941.827</b>	<b>21.103.214</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>25.614.056</b>	<b>28.112.870</b>	<b>38.508.385</b>	<b>43.408.501</b>	<b>44.967.854</b>	<b>48.793.244</b>

**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO**

2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
-------	-------	-------	-------	-------

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>ACTIVO</b>					
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	1.265.312	1.403.470	1.184.210	987.861	3.030.905
Clientes y concesiones - KTN	4.023.574	4.376.416	4.840.265	5.382.335	5.628.778
Otras cuentas por cobrar	613.253	631.576	650.857	670.889	691.803
Otros activos financieros (der. en fideicomisos y CDT + 90 días)	831.093	500.000	515.264	531.123	547.680
Impuesto corriente	342.545	372.584	412.073	458.222	479.203
Inventarios - neto - KTN	127.452	138.629	153.321	170.492	178.299
Activos no financieros (adelantos compra de bienes y servicios)	230.688	237.581	244.834	252.369	260.236
Préstamo por cobrar partes relacionadas	126	126	126	126	126
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>7.434.042</b>	<b>7.660.381</b>	<b>8.000.949</b>	<b>8.453.417</b>	<b>10.817.031</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
Efectivo restringido	99.711	102.690	105.825	109.082	112.483
Impuesto no corriente	32.483	35.331	39.076	43.452	45.442
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	3.195.097	3.290.563	3.391.017	3.495.386	3.604.351
Instrumentos financieros	15.898	15.797	15.663	15.709	15.767
Clientes y concesiones	17.900.525	19.470.289	21.533.910	23.945.533	25.041.937
Otras cuentas por cobrar	1.778.442	1.831.580	1.887.494	1.945.588	2.006.240
Otros activos financieros (der. en fideicomisos y CDT + 90 días)	13.171	16.702	14.936	15.819	15.378
Inventarios - neto	66.382	68.365	70.452	72.621	74.884
Propiedad, planta y equipo	25.160.633	27.706.714	29.383.832	30.139.025	30.598.026
Depreciación acumulada	-11.277.227	-11.810.011	-12.409.881	-13.039.958	-13.688.396
Intangibles	12.966.874	14.823.819	16.046.999	16.597.787	16.932.552
Amortización acumulada	-3.979.715	-4.469.495	-5.008.201	-5.568.940	-6.143.069
Activos no financieros (adelantos compra de bienes y servicios)	109.012	112.270	115.697	119.258	122.976
Impuesto diferido	725.157	788.749	872.347	970.043	1.014.459
Activo en arrendamientos financiero neto	220.311	220.311	220.311	220.311	220.311
Activos intangibles en arrendamiento financiero - neto	1.390	1.390	1.390	1.390	1.390
Préstamo por cobrar partes relacionadas	335	335	335	335	335
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>47.028.479</b>	<b>52.205.398</b>	<b>56.281.202</b>	<b>59.082.440</b>	<b>59.975.065</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>54.462.521</b>	<b>59.865.779</b>	<b>64.282.151</b>	<b>67.535.857</b>	<b>70.792.096</b>

**PASIVO Y PATRIMONIO**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
Pasivos financieros	818.940	1.621.046	2.280.128	884.521	1.814.761
Cuentas por pagar	920.868	1.001.622	1.107.783	1.231.845	1.288.248
Beneficios a los empleados	110.343	120.019	132.740	147.605	154.364
Impuestos corrientes	364.318	396.266	438.266	487.348	509.662
Provisiones	564.439	581.304	599.050	617.488	636.737
Otros pasivos no financieros (ingr. por anticipado)	84.562	87.088	89.747	92.509	95.393
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>2.863.470</b>	<b>3.807.346</b>	<b>4.647.713</b>	<b>3.461.317</b>	<b>4.499.166</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>					
Pasivos financieros	20.673.108	23.342.739	24.738.330	26.439.513	26.655.371
Cuentas por pagar	1.119.862	1.218.067	1.347.168	1.498.039	1.566.631
Impuestos no corrientes	1.172.130	1.274.918	1.410.045	1.567.958	1.639.751
Beneficios a los empleados	523.514	569.423	629.775	700.305	732.370
Provisiones	216.316	222.780	229.581	236.647	244.024
Otros pasivos no financieros (ingr. por anticipado)	511.155	526.428	542.499	559.196	576.628
Impuesto diferido	5.430.274	5.906.475	6.532.492	7.264.078	7.596.682
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>29.646.360</b>	<b>33.060.830</b>	<b>35.429.889</b>	<b>38.265.736</b>	<b>39.011.457</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>32.509.830</b>	<b>36.868.176</b>	<b>40.077.602</b>	<b>41.727.053</b>	<b>43.510.623</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital suscrito y pagado	36.916	36.916	36.916	36.916	36.916
Prima en colocación de acciones	1.428.128	1.428.128	1.428.128	1.428.128	1.428.128
Reservas	5.346.023	5.346.023	5.346.023	5.346.023	5.346.023
Resultados retenidos	4.070.187	4.931.412	5.882.353	7.025.005	8.406.289
Resultado del año	1.630.476	1.814.163	2.070.168	2.531.772	2.623.155
Otro resultado integral	779.923	779.923	779.923	779.923	779.923
<b>PATRIMONIO ATRIBUIBLE A PROPIETARIOS DE LA CONTROLADORA</b>	<b>13.291.653</b>	<b>14.336.565</b>	<b>15.543.511</b>	<b>17.147.766</b>	<b>18.620.435</b>
Participaciones no controladoras	8.661.038	8.661.038	8.661.038	8.661.038	8.661.038
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>21.952.691</b>	<b>22.997.603</b>	<b>24.204.549</b>	<b>25.808.804</b>	<b>27.281.473</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>54.462.521</b>	<b>59.865.779</b>	<b>64.282.151</b>	<b>67.535.857</b>	<b>70.792.096</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ingresos de contratos con clientes</b>						
Servicios de transmisión de energía eléctrica	2.282.395	2.739.308	8.983.152	4.335.715	4.694.003	4.783.487
Concesiones viales	843.299	1.095.223	1.126.331	1.088.430	1.015.860	1.089.079
Construcciones para la venta	527.472	797.864	1.303.189	777.045	699.755	1.441.269
Tecnologías de Información y telecomunicaciones	237.160	283.785	337.167	345.386	325.787	359.040
Cargos por conexión	175.738	202.701	211.553	223.979	232.888	243.755
Despacho y coordinación CND-MEN	58.817	65.015	75.112	83.402	85.969	92.513
Servicios MEM (STN, SIC, SDI)	39.274	34.885	39.625	32.644	45.188	48.725
Otros ingresos	53.339	51.868	61.423	67.664	74.517	81.140

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>Total ingresos de contratos con clientes</b>	<b>4.217.494</b>	<b>5.270.649</b>	<b>12.137.552</b>	<b>6.954.265</b>	<b>7.173.967</b>	<b>8.139.008</b>
Costo de operación	1.462.817	1.931.504	2.626.067	1.975.451	1.879.378	2.284.525
Depreciación	243.657	246.573	250.888	256.123	276.091	348.884
Amortización	14.554	19.941	25.107	268.280	311.556	277.120
<b>Utilidad bruta</b>	<b>2.496.466</b>	<b>3.072.631</b>	<b>9.235.490</b>	<b>4.454.411</b>	<b>4.706.942</b>	<b>5.228.479</b>
Gastos de administración	469.736	478.243	592.644	551.099	551.018	576.137
Depreciación	20.747	25.162	28.257	28.038	30.777	46.698
Amortización	150.280	213.182	232.716	11.849	29.248	44.476
Provisiones	41.476	96.280	126.893	54.907	127.029	100.867
Otros ingresos extraordinarios	0	35.064	14.564	0	60.901	0
Método de participación neto ingreso/gasto	79.705	123.840	233.690	139.291	238.375	213.728
Otros ingresos/(gasto), neto	11.998	0	0	179.116	3.587	69.812
<b>Utilidad neta por actividades de operación</b>	<b>1.905.930</b>	<b>2.418.668</b>	<b>8.503.234</b>	<b>4.126.925</b>	<b>4.271.733</b>	<b>4.743.841</b>
Ingresos financieros	257.491	275.442	572.718	226.829	426.113	416.563
Gastos financieros	-722.541	-952.822	-1.472.084	-1.021.475	-1.337.511	-1.489.370
Total diferencia en cambio neto ingreso/(gasto)	-307.744	-247.257	-133.975	-72.173	-176.214	-139.857
<b>Utilidad antes de impuesto</b>	<b>1.133.136</b>	<b>1.494.031</b>	<b>7.469.893</b>	<b>3.260.106</b>	<b>3.184.121</b>	<b>3.531.177</b>
Impuesto de renta	376.614	440.785	2.452.158	916.298	583.727	772.816
<b>Resultado del año</b>	<b>756.522</b>	<b>1.053.246</b>	<b>5.017.735</b>	<b>2.343.808</b>	<b>2.600.394</b>	<b>2.758.361</b>
Interés no controlador	246.809	337.999	2.881.106	905.872	1.076.012	1.119.629
<b>Resultado del año atribuible a propietarios de la controladora</b>	<b>509.713</b>	<b>715.247</b>	<b>2.136.629</b>	<b>1.437.936</b>	<b>1.524.382</b>	<b>1.638.732</b>

**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO**

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Ingresos de contratos con clientes</b>					
Servicios de transmisión de energía eléctrica	5.074.251	5.568.418	6.231.116	6.990.907	7.276.989
Concesiones viales	1.123.973	1.157.737	1.207.983	1.290.770	1.381.936
Construcciones para la venta	1.528.876	1.677.770	1.877.441	2.106.367	2.192.563
Tecnologías de Información y telecomunicaciones	394.411	423.327	446.157	470.219	495.578
Cargos por conexión	258.572	283.753	317.523	356.240	370.818
Despacho y coordinación CND-MEN	104.095	115.065	124.972	135.766	147.549
Servicios MEM (STN, SIC, SDI)	51.687	56.720	63.471	71.210	74.124
Otros ingresos	91.298	100.919	109.609	119.076	129.410
<b>Total ingresos de contratos con clientes</b>	<b>8.627.162</b>	<b>9.383.710</b>	<b>10.378.272</b>	<b>11.540.555</b>	<b>12.068.967</b>
Costo de operación	2.330.184	2.453.898	2.706.056	3.073.732	3.283.799
Depreciación	373.260	450.451	490.226	489.154	461.625

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Amortización	348.816	396.145	411.376	387.177	316.762
<b>Utilidad bruta</b>	<b>5.574.901</b>	<b>6.083.215</b>	<b>6.770.614</b>	<b>7.590.491</b>	<b>8.006.781</b>
Gastos de administración	603.691	641.435	727.358	819.985	859.096
Depreciación	57.681	82.333	109.644	140.923	186.812
Amortización	66.685	93.634	127.331	173.562	257.367
Provisiones	18.510	23.328	24.547	25.504	26.627
Otros ingresos extraordinarios	18.422	21.492	19.230	20.007	23.342
Método de participación neto ingreso/gasto	218.918	225.459	232.342	239.493	246.959
Otros ingresos/(gasto), neto	71.507	73.644	75.892	78.228	80.666
<b>Utilidad neta por actividades de operación</b>	<b>5.137.180</b>	<b>5.563.078</b>	<b>6.109.198</b>	<b>6.768.247</b>	<b>7.027.845</b>
Ingresos financieros	426.678	439.427	452.842	466.779	481.331
Gastos financieros	-1.617.712	-2.018.730	-2.202.419	-2.234.159	-2.339.145
Total diferencia en cambio neto ingreso/(gasto)	-141.636	-143.717	-145.124	-146.544	-148.409
<b>Utilidad antes de impuesto</b>	<b>3.804.511</b>	<b>3.840.059</b>	<b>4.214.496</b>	<b>4.854.322</b>	<b>5.021.623</b>
Impuesto de renta	1.027.218	844.813	927.189	1.067.951	1.104.757
<b>Resultado del año</b>	<b>2.777.293</b>	<b>2.995.246</b>	<b>3.287.307</b>	<b>3.786.371</b>	<b>3.916.866</b>
Interés no controlador	1.146.817	1.181.083	1.217.139	1.254.600	1.293.711
<b>Resultado del año atribuible a propietarios de la controladora</b>	<b>1.630.476</b>	<b>1.814.163</b>	<b>2.070.168</b>	<b>2.531.772</b>	<b>2.623.155</b>

## FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO

Flujo de Caja Libre	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Utilidad Operacional	5.137.180	5.563.078	6.109.198	6.768.247	7.027.845
Impuestos aplicados	1.580.967	1.697.573	1.848.338	2.047.733	2.126.275
= NOPLAT	<b>3.556.213</b>	<b>3.865.505</b>	<b>4.260.860</b>	<b>4.720.514</b>	<b>4.901.571</b>
+Depreciación	430.942	532.785	599.870	630.077	648.437
+Amortización	415.502	489.780	538.707	560.738	574.129
= FC Bruto	<b>4.402.656</b>	<b>4.888.070</b>	<b>5.399.436</b>	<b>5.911.329</b>	<b>6.124.137</b>
- Δ KTNO	2.529.392	1.179.114	1.551.556	1.813.979	821.044
-Capex	5.642.703	4.498.391	3.000.618	1.410.397	902.789

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

<b>= Flujo de Caja Libre Operativo</b>	<b>-3.769.438</b>	<b>-789.435</b>	<b>847.262</b>	<b>2.686.953</b>	<b>4.400.304</b>
<b>Descuento FCL Operativo</b>					
= Flujo de Caja Libre Operativo	-3.769.438	-789.435	847.262	2.686.953	4.400.304
Valor continuidad					48.295.565
Gradiente de crecimiento					1,00%
<b>Rolling WACC</b>	<b>7,71%</b>	<b>8,04%</b>	<b>8,03%</b>	<b>8,08%</b>	<b>8,34%</b>
<b>Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual</b>	<b>-3.499.686</b>	<b>-678.401</b>	<b>673.973</b>	<b>1.977.651</b>	<b>2.989.400</b>

**WACC**

AÑO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Información de la empresa</b>							
Tasa promedio de la deuda	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%	7,53%
Porcentaje de D	48%	46%	49%	52%	53%	51%	51%
Porcentaje de E	52%	54%	51%	48%	47%	49%	49%
Relación D/E	0,91	0,84	0,98	1,09	1,12	1,06	1,04
Tax actual	30,78%	30,78%	31%	31%	30%	30%	30%

<b>Información del mercado</b>							
Bonos a Y10 tasa libre de riesgo	2,91%	2,14%	0,96%	1,09%	1,49%	1,74%	1,99%
Riesgo País Ponderado	4,81%	4,01%	3,50%	3,63%	4,03%	4,28%	4,53%
Inflación (Colombia)	3,18%	3,90%	3,50%	3,60%	3,10%	3,20%	3,50%
Inflación (EEUU)	1,90%	2,65%	2,20%	2,10%	2,10%	2,20%	2,20%

<b>Calculo Ke</b>							
Beta Apalancado (Damodaran)	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Relación D/E sector Energía (Damodaran)	72,51%	72,51%	72,51%	72,51%	72,51%	72,51%	72,51%
Tax- Sector (Damodaran)	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%	13,27%
Prima de riesgo (Damodaran)	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%
Bu sector	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
BL Empresa	0,69	0,64	0,74	0,83	0,85	0,81	0,80
Prima riesgo país ponderada	1,90%	1,86%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%	2,54%
Ke (empresa dolares)	9,70%	8,54%	8,77%	9,48%	10,06%	10,00%	10,16%
Devaluación (Diferencial Inflación COP/USA)	1,26%	1,22%	1,27%	1,47%	0,98%	0,98%	1,27%
Costo de Patrimonio (Nominal en Pesos)	11,07%	9,86%	10,15%	11,09%	11,13%	11,07%	11,56%

<b>Calculo WAAC</b>							
Kd*	5,21%	5,21%	5,21%	5,23%	5,25%	5,25%	5,25%
%D	47,58%	45,70%	49,47%	52,05%	52,75%	51,43%	51,07%
ke	11,07%	9,86%	10,15%	11,09%	11,13%	11,07%	11,56%
% Ke	52,42%	54,30%	50,53%	47,95%	47,25%	48,57%	48,93%
<b>WACC</b>	<b>8,28%</b>	<b>7,73%</b>	<b>7,71%</b>	<b>8,04%</b>	<b>8,03%</b>	<b>8,08%</b>	<b>8,34%</b>

## RESUMEN DE LA VALORACIÓN

Total Valor presente del Flujo de Caja Libre	1.462.938
Valor Presente Continuidad	32.810.181
<b>Valor de las operaciones</b>	<b>34.273.119</b>
+ Inversiones temporales	2.404.613
+ Activos No Operativos	2.654.503
- Deuda Financiera Neta	15.270.356
- Otros Pasivos	762.246
<b>= Valor del Patrimonio por FCL</b>	<b>23.299.633</b>
/ Acciones en circulación	1.107.677.894
<b>Precio por acción</b>	<b>21.035</b>

Múltiplo	ISA
País	Colombia
EV/Revenue	0,00
P/E Ratio	12,89
Price/Sales	2,56
EV/EBITDA	8,80
P / Valor en Libros	1,68
Dividend Yield	3,49%

## COMPARABLES

Empresa	País	EV/EBITDA
TAESA	Brasil	4,44
Red Eléctrica	España	5,63
ENEL	Italia	11,18
Engie Energía	Perú	6,73
Alupar	Brasil	6,09

## **ADVERTENCIA**

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de Nueva Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de

las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>