

Agosto 12 de 2021

EL DESPERTADOR

Ecopetrol adquiere el 51,4% de ISA

Los futuros de los **principales índices accionarios** apuntan a una apertura con comportamientos mixtos. El Dow Jones Mini sube 0,05% d/d, el Euro Stoxx 50 aumenta 0,39% d/d y se ubica en 4.222,92 puntos a las 8:06 am (hora local) y el Nikkei 225 cerró a la baja en 0,21% d/d.

Por su parte, las referencias Brent y WTI disminuyen 0,34% d/d y 0,55% d/d, situándose en 71,20 dbp y en 68,87 dbp, respectivamente. Ante la caída de ayer por un informe que aseguraba que EEUU pediría a la OPEP que aumentara su producción, el Presidente Biden negó esta acción.

En divisas, la **tasa de cambio USDCOP** abrió a la baja en 3.925,00 pp pesos (-0,43% d/d). La TRM para hoy es 3.950,43 pesos. Por otra parte, el euro se deprecia 0,05% d/d respecto al dólar, al cotizarse en 1,17 dólares por euro y la libra esterlina pierde 0,23% d/d con respecto al dólar y se cotiza en 1,38 dólares por libra.

En **EEUU**, el Senado aprobó un marco presupuestario de 3,5 billones de dólares que serán destinados a programas sociales de reducción de pobreza y al cuidado del medio ambiente. Entre otras cosas, el proyecto plantea reducir los impuestos, extender el crédito tributario temporal por pandemia por hijos, y la implementación de una "tarifa contaminante" sobre las importaciones.

Adicionalmente, las solicitudes iniciales de desempleo bajaron en la última semana a 375 mil peticiones (ant: 385 mil, revisado al alza a 387 mil, esp: 375 mil), en línea con lo esperado por el mercado.

En el **mercado de renta fija**, los bonos del Tesoro a 10 años de EEUU se desvalorizan 1,26 pbs y se ubican en 1,36%.

En Reino Unido, el PIB preliminar del 2T21 creció 4,8% t/t (ant: -1,6% t/t, esp: 4,8% t/t) en línea con lo esperado. En términos anuales, significó un crecimiento de 22,2% a/a (ant: -6,1% a/a, esp: 22,1% a/a). Si bien el resultado preliminar sigue estando por debajo de los niveles pre-pandemia, da muestra de la recuperación debido a la reapertura económica. Por su parte, el producto creció 1,0% m/m (ant: 0,8% m/m, revisado a la baja a 0,6% m/m, esp: 0,9% m/m).

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

De acuerdo con nuestros análisis, con la información financiera de Ecopetrol al 2T21 y nuestras estimaciones de ISA al mismo periodo (EBITDA de COP 1.76 billones), el impacto esperado para la nueva Ecopetrol (Ecopetrol consolidando a ISA) genera valor en el retorno sobre el patrimonio, retorno sobre el capital invertido y utilidad por acción. Adicionalmente se genera una mejora en el margen EBITDA de la compañía.

Al realizar el ejercicio con Ecopetrol sin consolidar a ISA, asumiendo un nivel de EBITDA de COP 30,8 BN en 2021 para Ecopetrol, se registraría un endeudamiento de 2,0x (Deuda bruta / EBITDA), inferior al nivel límite de 2,5x, y por debajo del endeudamiento registrado en 2020. En cuanto a la valoración, el cambio en la estructura de capital de Ecopetrol al pasar de un nivel de deuda sobre

capital de 44,7% hoy a 50,4% al final del año habiendo asumido la totalidad de la deuda de ISA, resulta en un incremento de 53 pbs en el Ke y de 1 pbs en el WACC.

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

Limitando el análisis a Ecopetrol, concluimos lo siguiente: 1) La situación actual y esperada del mercado petrolero permite a Ecopetrol financiar la transacción con deuda 100%, 2) la transacción genera valor bajo las métricas utilizadas en estos casos, 3) Ecopetrol deja de ser una empresa de petróleo y gas "pura" (O&G pure play), si bien la volatilidad de sus resultados deberá disminuir, 4) no se identifican sinergias en el corto plazo debido a esta transacción, y 5) el efecto en la valoración de Ecopetrol es mínimo y se da vía las tasas de descuento de los primeros tres años del periodo de proyección explícita.

Una mención breve al tema fiscal: La transacción implica ingresos fiscales para el gobierno para la vigencia 2021, si bien los recursos vienen de deuda asumida por una empresa estatal, lo cual no afecta el endeudamiento del Gobierno Nacional Central (GNC). Estos ingresos estaban contemplados en las cuentas del Plan Financiero y no implican un cambio frente a las metas fiscales de 2021.

Luego de la teleconferencia de la tarde de hoy enviaremos el informe completo sobre esta operación.

Por otra parte, BanRep convocará subastas transitorias de expansión a 361 días por un billón de pesos, a 32 días por un billón de pesos, y a 1 día por 10 billones de pesos.

Eventos clave de la semana (Hora Colombia)

| Día | Hora | País | Evento | Mes | Estimado | Actual |
|-------------|-------|--------------------------------|--|--------|---------------------------|-----------|
| Lunes 2 | 1:00 | GR | Ventas al por menor (m/m) | Jun | 2,0% | 4,2% |
| | 1:00 | GR | Ventas al por menor (a/a) | Jun | -2,2% | -2,4% |
| | 2:55 | GR | PMI manufacturero de Markit | Jul | 60,4% | 60,4% |
| | 3:00 | EZ | PMI manufacturero de Markit | Jul | 62,6 | 63,4 |
| | 3:00 | UK | PMI manufacturero de Markit | Jul | 60,4% | 60,4 |
| | 6:30 | CH | Índice de actividad económica | Jun | 15,7% | 18,1% |
| | 8:00 | BR | PMI Manufacturero de Markit | Jul | - | 56,4 |
| | 8:45 | US | PMI manufacturero de Markit | Jul | - | 63,1 |
| | 9:30 | MX | PMI manufacturero de Markit | Jul | - | 48,8 |
| | 13:00 | BR | Balanza comercial | Jul | - | 10,40 MM |
| 10:00 | CO | Exportaciones (a/a) | Jul | - | 39,40% | |
| Martes 3 | 3:00 | BR | Inflación | Jul | - | 0,8% |
| | 7:00 | BR | Producción industrial (m/m) | Jun | 1,7% | 1,4% |
| | 7:00 | BR | Producción industrial (a/a) | Jun | - | 24,0% |
| | 9:00 | US | Órdenes de fábrica (m/m) | Jul | 0,011 | 0,017 |
| | 10:00 | CO | Subastas TES de corto plazo | | 250.000 millones de pesos | |
| | 18:30 | JP | PMI de servicios | Jul | 46,4 | 48 |
| | 19:30 | CHY | PMI compuesto | Jul | - | 50,6 |
| 20:45 | CHY | PMI de servicios | Jul | - | 50,3 | |
| Miércoles 4 | 2:55 | GR | PMI de servicios de Markit | Jul | - | 62,5 |
| | 2:55 | GR | PMI compuesto de Markit | Jul | 62,2 | 62,2 |
| | 3:00 | EZ | PMI de servicios de Markit | Jul | 60,4 | 60,4 |
| | 3:00 | EZ | PMI compuesto de Markit | Jul | 60,6 | 60,6 |
| | 3:00 | UK | PMI de servicios de Markit | Jul | 57,7 | 57,7% |
| | 4:00 | EZ | Ventas al por menor (m/m) | Jun | 1,9% | 4,6% |
| | 4:00 | EZ | Ventas al por menor (a/a) | Jun | 8,25% | 9,0% |
| | 8:00 | BR | PMI de servicios de Markit | Jul | - | 53,9 |
| | 8:00 | BR | PMI compuesto de Markit | Jul | - | 54,6 |
| | 8:45 | US | PMI de servicios de Markit | Jul | - | 59,8 |
| | 8:45 | US | PMI compuesto de markit | Jul | - | 59,7 |
| | 9:00 | US | PMI compuesto de markit | Jul | - | 59,7 |
| | 10:00 | CO | Subastas TES UVR 2029 y 2037 | | 350.000 millones de pesos | |
| 13:30 | US | Inventarios de crudo EIA | Jul | - | -4,089 M | |
| 16:00 | BR | Decisión de política monetaria | 4-ago | 4,3% | 4,3% | |
| Jueves 5 | 3:00 | UK | PMI de construcción de Markit | Jul | 63,8 | 66,3 |
| | 6:00 | UK | Tasa de referencia BoE | Ago | 0,3% | 0,1% |
| | 6:00 | UK | Objetivo de compra de bonos corporativos BoE | Ago | 20 MM | 20 MM |
| | 7:30 | US | Solicitudes iniciales de desempleo | 26 jul | - | 400 mil |
| | 7:30 | US | Balanza comercial | Jun | -73,90 MM | -71,20 MM |
| | 7:30 | US | Importaciones | Jun | - | 273,89 B |
| | 7:30 | US | Exportaciones | Jun | - | 204,99 B |
| | 14:00 | AR | Producción Industrial | Jun | - | 30,2 |
| | 19:00 | CO | Inflación (m/m) | Jul | -0,8% | -0,5% |
| | 19:00 | CO | Inflación (a/a) | Jul | - | 3,6% |
| Viernes 6 | 1:00 | GR | Producción industrial (m/m) | Jun | 0,5% | -0,3% |
| | 7:00 | MX | Inflación (m/m) | Jul | 0,51% | 0,53% |
| | 7:00 | MX | Inflación (a/a) | Jul | 5,86% | 5,88% |
| | 7:00 | CH | Inflación (m/m) | Jul | - | 0,1% |
| | 7:30 | US | Tasa de desempleo | Jul | 5,7% | 5,9% |

Principales indicadores del mercado

| Indicador | Unidades | Cierre* | Trimestre móvil |
|---|--------------------|---------|-----------------|
| Mercado Accionario Global | | | |
| Shanghai | Puntos | 3524,7 | |
| S&P 500 | Puntos | 4447,7 | |
| Colcap | Puntos | 1246,7 | |
| Mercado de Commodities y Divisas | | | |
| USD-COP Interbancario | | 3931,5 | |
| Índice DXY | Puntos | 92,9 | |
| Petróleo WTI | Dólares por barril | 68,9 | |
| Mercado de Bonos Global | | | |
| Tesoros 10 años | | 1,37% | |
| Bunds 10 años | | -0,45% | |
| TES 2024 | | 5,00% | |
| Medidas de riesgo | | | |
| CDS 5 años de Colombia | Puntos | 146,8 | |
| VIX | Puntos | 16,2 | |

* Cierres a las 8:14 am