

Septiembre 8 de 2018

Empresas Públicas de Medellín

Informe Técnico de Valoración de su participación
en Interconexión Eléctrica S.A.

Aviso Importante

IMPORTANTE: Santander Banca de Inversión Colombia S.A.S. (en adelante “Santander”) a realizado el presente informe con base en información públicamente disponible, asumiendo y confiando en la precisión, veracidad, integridad, consistencia y suficiencia y de la misma. Santander no asume ninguna responsabilidad por la precisión, veracidad, integridad, consistencia y suficiencia de la información, ni en relación a la manera en que fue elaborada. Santander asume que toda la información provista es completa, correcta y suficiente para los objetivos de la Valoración, y que desde la fecha en que la información fue publicada hasta hoy, no ha habido alteraciones materiales en el negocio, la situación financiera, los activos, pasivos, las perspectivas de negocio y las transacciones comerciales, así como no hay otros hechos significativos que podrían potencialmente alterar la información o causar que la información sea incorrecta o imprecisa en cualquier aspecto material, o que podría tener un efecto material sobre los resultados de la Valoración.

Santander no asumió la responsabilidad de conducir, y no condujo: (i) una debida diligencia técnica de los activos; o (ii) cualquier inspección física de las propiedades.

Santander ni expresa ni implícitamente representa, declara o garantiza, de ninguna manera, la información, incluyendo estudios, proyecciones o predicciones relacionadas a los activos, o premisas o estimaciones en las cuales estas proyecciones o predicciones se basaron. Santander tampoco se hace responsable o admite obligación alguna de mantener indemne a alguna parte por el contenido, precisión, veracidad, integridad, consistencia, suficiencia o precisión de esta información. Santander no provee servicios de debida diligencia contable, legal, comercial, regulatoria o tributaria, y la realización de la Valoración por parte de Santander no incluye ningún servicio o consultoría de esta naturaleza.

Santander no es responsable por cualquier pérdida directa o indirecta en la que se incurra debido a la Valoración. Santander recomienda que todos los cálculos de impuestos de la Valoración sean revisados por un asesor tributario y que los valores a depreciar de los activos sujeto de la potencial transacción sean determinados por el experto técnico apropiado.

La realización de valoraciones financieras y económicas es un proceso complejo que involucra juicios subjetivos y no es susceptible de un análisis parcial o de una descripción abstracta. Santander no le atribuye una importancia específica a algunos factores contemplados en la Valoración, por el contrario, realizó un análisis cualitativo de la importancia y relevancia de la totalidad de los factores aquí considerados. En este sentido, la Valoración debe ser analizada como un todo, y el análisis de partes seleccionadas o aspectos específicos, sin el conocimiento y análisis de la Valoración como un todo, puede resultar en un entendimiento incorrecto e incompleto del análisis realizado por Santander y de las conclusiones obtenidas en la Valoración.

Las estimaciones y proyecciones contempladas en la Valoración están intrínsecamente sujetas a incertidumbres y varios eventos o factores que están por fuera del control de Santander, especialmente aquellas estimaciones y proyecciones que dependen de eventos inciertos y futuros. No hay manera de asegurar que las estimaciones y proyecciones utilizadas en la Valoración se cumplirán a cabalidad. Los resultados reales verificados en el futuro pueden diferir significativamente de aquellos sugeridos en la Valoración. En este sentido, Santander no asume ninguna responsabilidad u obligación de mantener indemne a alguna parte, en caso de que los resultados futuros sean diferentes de los estimados y proyecciones presentadas en la Valoración, y no garantiza, en ningún sentido, las estimaciones y proyecciones aquí referidas.

Santander no es responsable de la veracidad, integridad y precisión del cálculo y proyección de los ingresos, gastos e inversiones de capital (Capex) de los activos, y en ningún sentido puede garantizar estas proyecciones, en la medida en que estas labores fueron realizadas con base a información pública presentada por ISA.

1 Antecedentes

- La Junta Directiva de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (“EPM”) en sesión celebrada el 31 de julio de 2018 autorizó a la administración de la compañía para iniciar los trámites necesarios, incluida la obtención de la autorización del Concejo de Medellín, para enajenar, entre otras, las participaciones del 10.17% que ésta posee directamente en Interconexión Eléctrica S.A. (“ISA”).
- El 22 de agosto Santander Banca de Inversión Colombia S.A.S. (“Santander”) presentó oferta para asesorar a EPM en la venta de la participación que EPM tiene en ISA. El 29 de agosto EPM comunicó a Santander la aceptación de la oferta y dio orden de inicio anticipada del contrato.
- En desarrollo de la asesoría a EPM, Santander ha preparado este informe técnico de valoración con base en información pública disponible con el objetivo de estimar un valor razonable para la participación que esta compañía tiene en ISA.

2 Estructura del Informe

- En el presente documento empieza con una descripción de ISA, continúa con la valoración de la compañía bajo las metodologías de descuento de flujo de dividendos y múltiplos de compañías cotizadas comparables, y finaliza con una comparación de los resultados obtenidos y conclusiones
 - Como metodología principal se seleccionó la valoración por descuento de flujo de dividendos para reflejar la naturaleza minoritaria de la inversión de EPM en ISA que no le permite tener control sobre los flujos de caja generados por la compañía
 - Como metodología de contraste se utilizó la valoración por múltiplos de compañías comparables cotizadas, teniendo como referencia los indicadores VF/EBITDA (valor de la firma sobre EBITDA) y P/VL (precio sobre valor en libros) para estimar el valor de mercado de ISA con base en los precios de mercado a los que transan compañías comparables en sus bolsas de valores

Contenido

- 1. Interconexión Eléctrica S.A.**
- 2. Valoración de la Compañía**
- 3. Conclusiones**

Interconexión Eléctrica S.A.

01

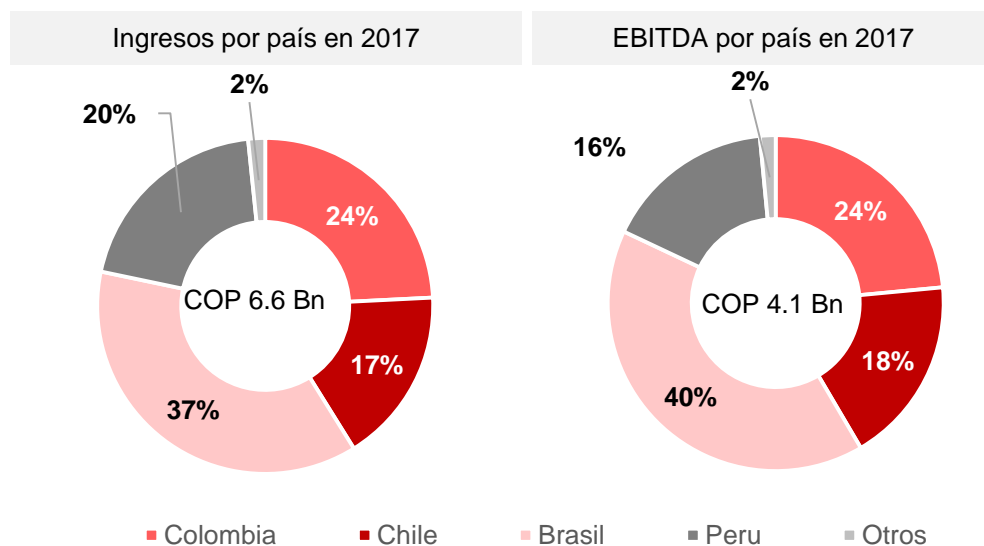
Interconexión Eléctrica S.A

Compañía líder de transmisión en el mercado colombiano y en la región

Descripción de la compañía

- ISA es la compañía más grande de transmisión de energía en Colombia donde cuenta con 12,252 km de líneas de transmisión
- ISA está presente en 8 países de Latinoamérica donde opera 61,070 Km de líneas de transmisión y participa en otros 3 negocios: infraestructura vial, infraestructura de telecomunicaciones y gestión de sistemas.
- Los principales accionistas de la compañía son: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (51.4%) y EPM (10.2%). El 38.4% restante está en manos de inversionistas privados que participan en la Bolsa de Valores de Colombia
- La calificación de largo plazo de Interconexión Eléctrica S.A es de BBB+ (estable) / Baa2 (negativo) por Fitch y Moodys respectivamente

Composición de los ingresos y EBITDA consolidados por geografía







Presencia geográfica



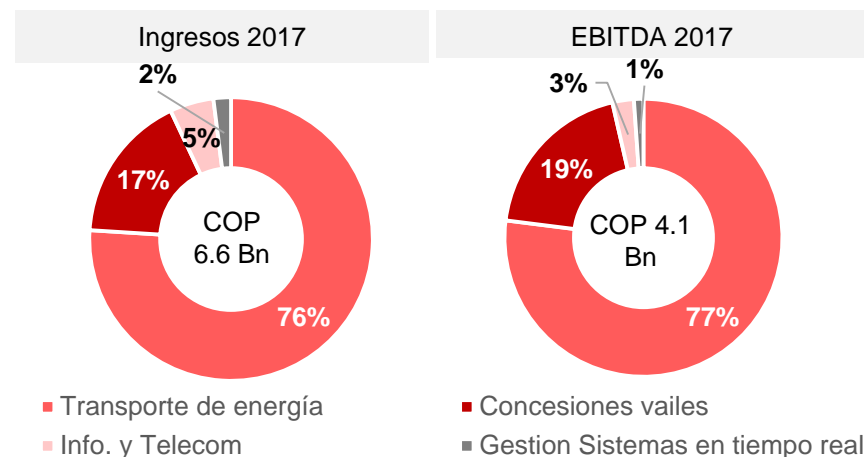
Interconexión Eléctrica S.A

Negocios de la compañía y cifras correspondientes

Líneas de negocios

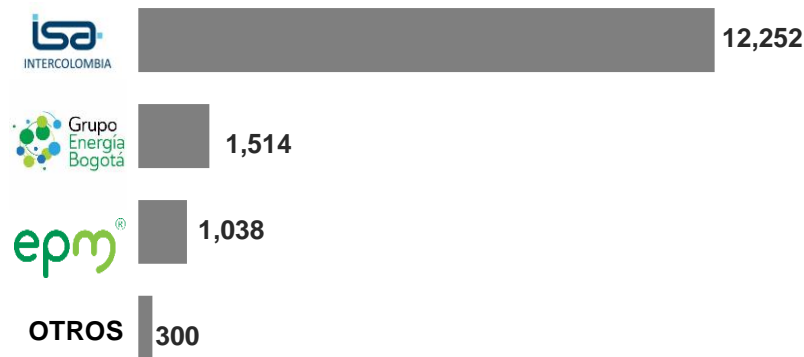
	Descripción y cifras	Principales compañías
 Transporte de energía	<ul style="list-style-type: none"> Se transporta anualmente 345,000 GWh, que abastecen de electricidad a 150 millones de personas en la región Potencia instalada de 104,592 MVA y 99.99% de confiabilidad Todos los proyectos se manejan por convocatorias. En Colombia y Chile las concesiones son perpetuas (después de la vigencia se define remuneración por reglamento) 	ISA Intercolombia ISA Transelca ISA CTEEP TAESA IEMG Transmantaro ISA REP Otras (Bolivia, Peru, Brasil, Centroamérica)
 Concesiones viales	<ul style="list-style-type: none"> Diseño, construcción y operación y mantenimiento de infraestructura vial Se conectan un total de 907 Km de carreteras interurbanas, principalmente en Chile 	Intervial Colombia ISA Intervial Ruta de Maipo, Maule, del Bosque, Y Araucaría Otras (Chile)
 Tecnología y telecom	<ul style="list-style-type: none"> La filial Internexa es la compañía por la cual se provee soluciones de TI y telecomunicaciones en Latinoamérica Se ofrecen soluciones de conectividad, seguridad, servicios administrados, cloud y data centers Nivel de servicio del 95.08% 	Internexa (Empresa proveedora de soluciones TI) Redca (Negocio de fibra óptica) Transnexa (Negocio de fibra óptica)
 Gestión de sistemas	<ul style="list-style-type: none"> Desarrollo, operación y administración de plataformas para intercambio de información Opera en Colombia el Sistema de Interconexión Nacional (SIN), y el Mercado de Energía Mayorista (MEM) manejado por XM Se coordina la operación de 25.670 Km de líneas de transmisión. Se atiende un total de 66.893 GWh al año 	XM Derivex ⁽¹⁾ Sistemas inteligentes en Red ⁽²⁾

Composición por línea de negocio en el 2017



Líneas de transmisión en el mercado Colombiano

Longitud de líneas de transmisión a 2017 (Km)

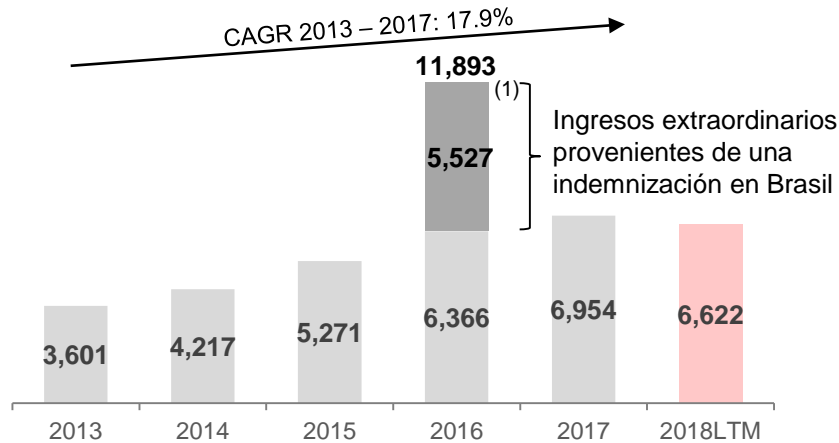


Interconexión Eléctrica S.A

Cifras financieras (consolidadas)

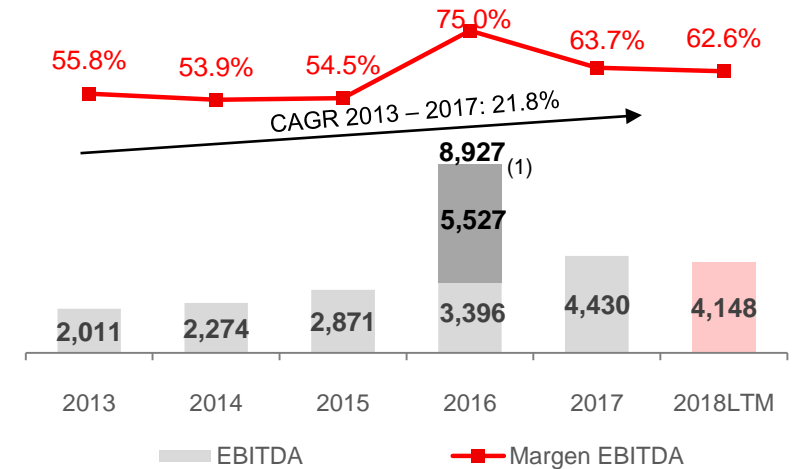
Ingresos totales

COP miles Mn



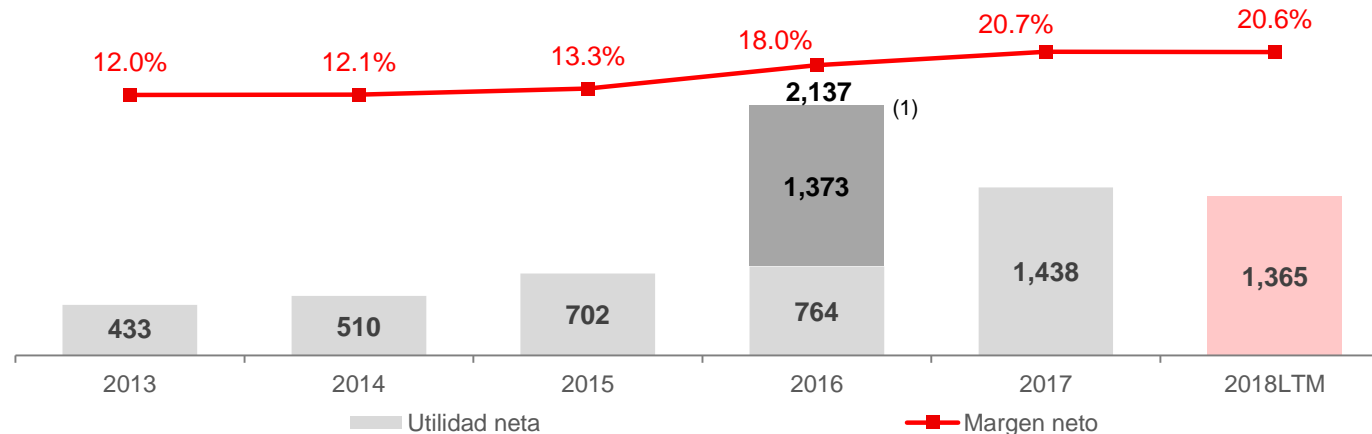
EBITDA

COP miles Mn



Utilidad neta (atribuible a accionistas)

COP miles Mn

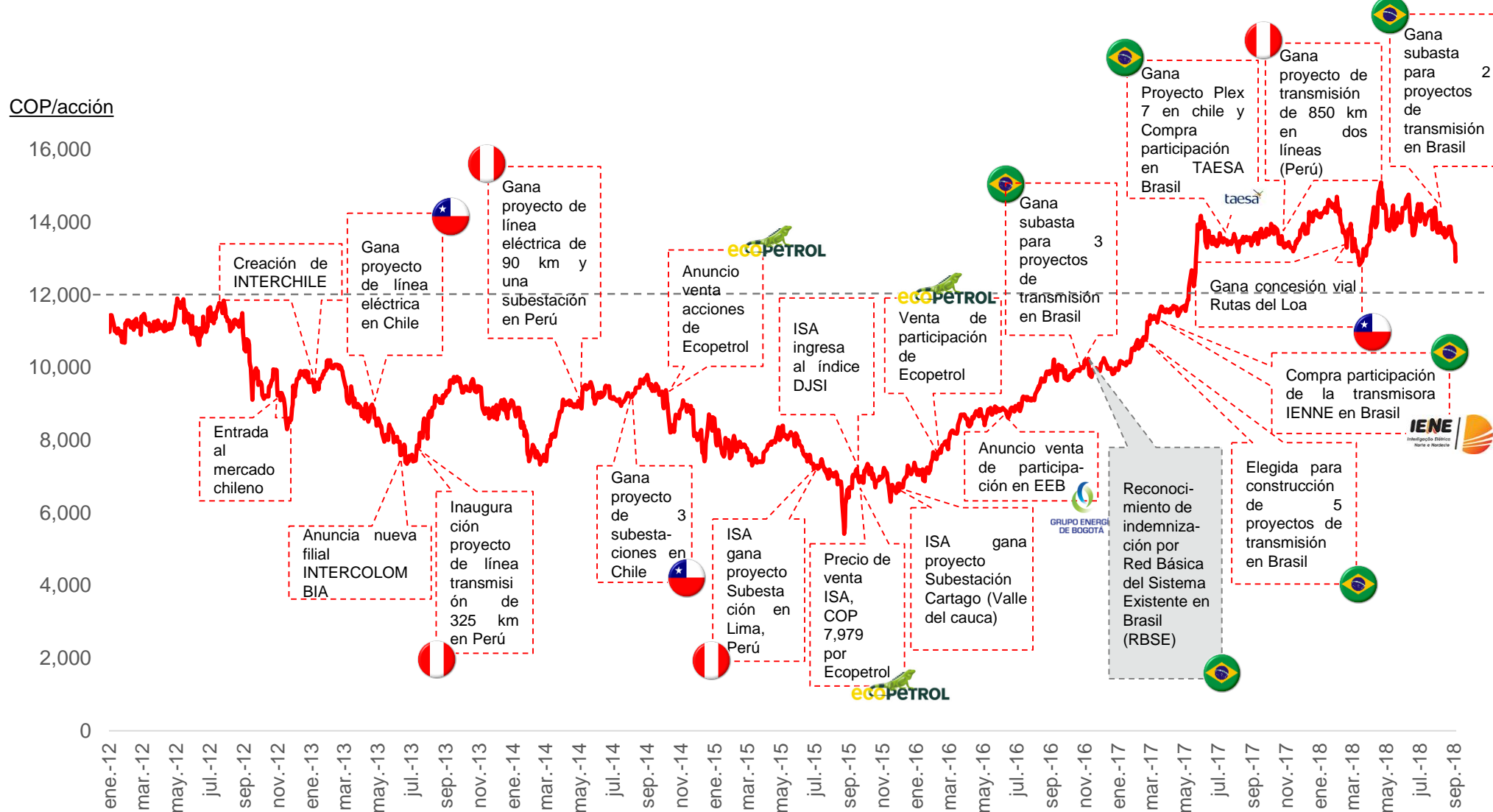


Fuente: Informes anuales de gestión y resultados 2T 2018

(1) En el año 2016 se presentó como ingreso el reconocimiento de una indemnización de \$5,527 en CTEEP (Brasil), lo cual generó utilidades para ISA por \$1,373

Interconexión Eléctrica S.A

Análisis del precio de la acción y eventos en los últimos 5 años



Valoración de la compañía

02

Valoración de la compañía

Descripción de las diferentes metodologías de valoración

Santander realizó un ejercicio de valoración por descuento de flujo de dividendos y múltiplos de compañías cotizadas comparables para establecer el valor razonable de la participación en ISA. A continuación se explican las diferentes metodologías de valoración

1

Valoración por descuento de flujo de dividendos

Descripción

- La metodología de descuento de flujos es la más aceptada por ser la más robusta y por incorporar los fundamentales de cada compañía a valorar
- Para el caso específico de la participación que EPM tiene en ISA se utilizó el descuento de flujo de dividendos como metodología principal debido a la naturaleza minoritaria de la participación y a la ausencia de control que tiene EPM sobre los flujos operativos de ISA
- Para la aplicación de esta metodología es necesario realizar proyecciones financieras, para lo cual se usaron supuestos macroeconómicos, de mercado, y los específicos de negocio de la compañía
- El valor resultante bajo esta metodología está en función de la capacidad de la compañía de generar y entregar dividendos a sus accionistas

Ventajas

- Se incorporan los fundamentales de la compañía
- Permite hacer análisis de sensibilidad
- Se asigna valor a la compañía en función de su capacidad de repartir utilidades a sus accionistas

Limitaciones

- Requiere de una gran cantidad de información y de un análisis profundo de la misma
- Los resultados son acertados en la medida en que los supuestos sean robustos

2

Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables

- Es un método secundario que se suele utilizar para: (i) realizar un contraste frente a lo obtenido por descuento de flujos, (ii) estimar un rango de valor indicativo a partir de compañías cotizadas en bolsa
- Se estima un valor tomando como referencia las compañías similares cotizadas en bolsa
- El valor resultante bajo esta metodología se basa en el valor de otras compañías en el mercado de valores, utilizando para su cálculo métricas estandarizadas (EV/EBITDA, EV/Ingresos, Precio/Valor en libros, etc...)

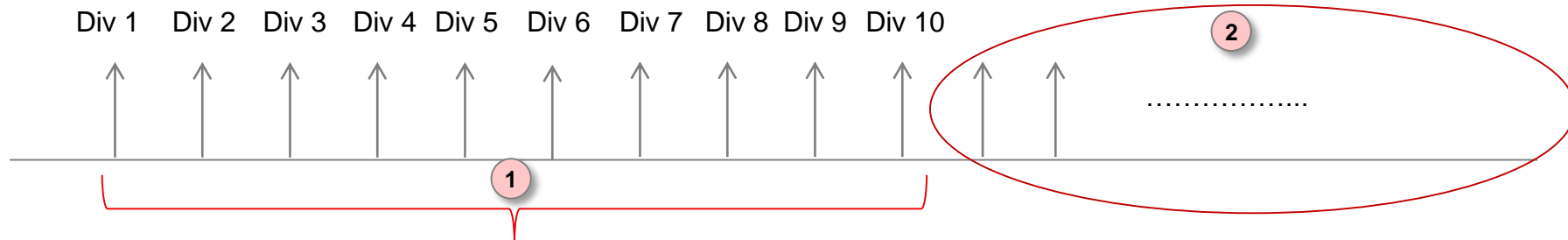
- Hay una estimación objetiva de valor al incorporar las expectativas del mercado

- No incorpora aspectos particulares que pueda tener la compañía
- Puede ser difícil encontrar compañías altamente comparables

Valoración por descuento de flujo de dividendos

Metodología

La valoración por descuento de flujo de dividendos considera que EPM es un accionista minoritario de ISA y por tanto el valor de su inversión está generada por los dividendos que recibe de la misma



1 Proyección de flujos de dividendos

- Se proyectan los dividendos a recibir en los años futuros por un periodo explícito
- Se tiene en cuenta un crecimiento y una política de repartición de dividendos acorde a lo observado históricamente y a la capacidad de la compañía de generar caja y repartirla como dividendos

2 Valor terminal

- Para estimar el valor terminal se utiliza un valor a perpetuidad que corresponde al valor presente de los dividendos después del periodo explícito de proyección y que se calcula con base en los dividendos pagados en el último año de la proyección y una tasa nominal (g) de crecimiento a perpetuidad

3 Tasa de descuento

- El flujo de dividendos se descontó con una tasa (Ke) calculada a partir de la metodología CAPM

4 Valor presente

- El valor presente obtenido de los flujos proyectados y el valor terminal se toma como el valor de la inversión en la compañía correspondiente



$$\text{Valor del Equity} = \sum_{i=1}^T \frac{\text{Div}_i}{(1 + Ke)^i} + \frac{\text{Valor Terminal}}{(1 + Ke)^T}$$

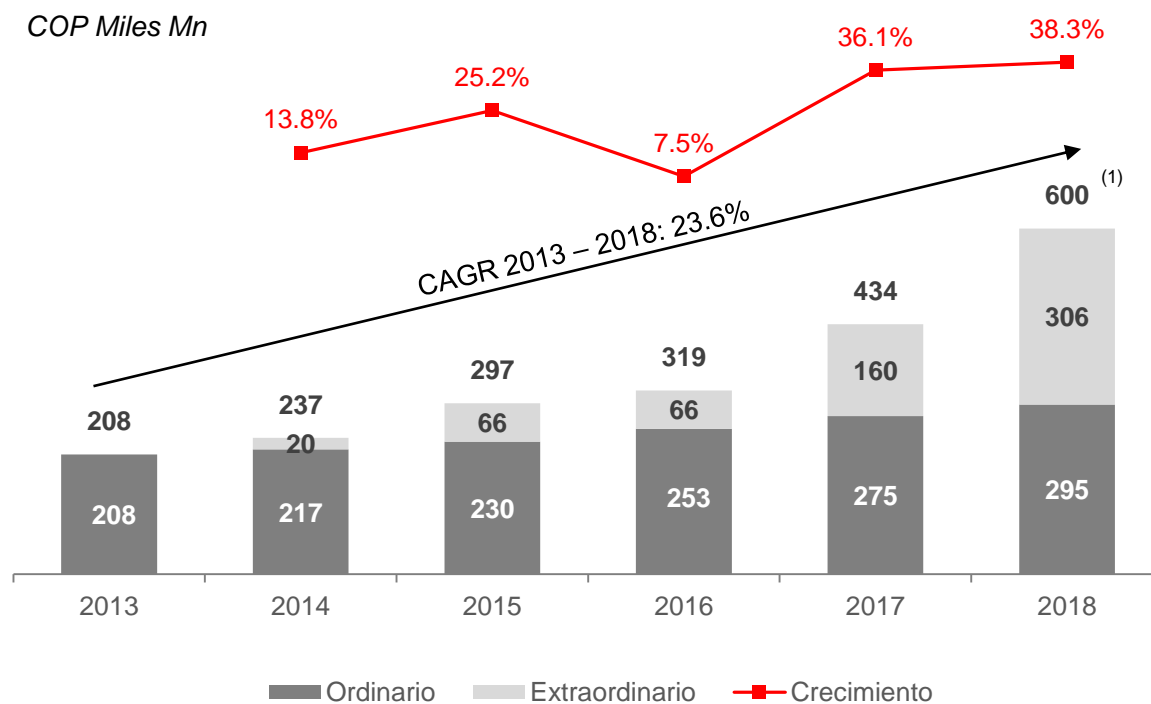
$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Div}_T (1+g)}{(Ke-g)}$$

Valoración por descuento de flujo de dividendos

Análisis de dividendos históricos

La compañía ha logrado crecer los dividendos repartidos consistentemente durante los últimos años y espera continuar con esta tendencia. Los dividendos extraordinarios dependen de los resultados y la disponibilidad de caja

Dividendos Pagados



Año	Pay - Out	Ut. Neta periodo anterior (COP Mn)
2014	54.7%	433,047
2015	57.7%	514,486
2016	45.2%	706,321
2017	20.3%	2,141,460
2018	41.6%	1,442,708

Valoración por descuento de flujo de dividendos

Supuestos de proyección

Metodología

- Se realizaron proyecciones de los estados financieros separados de ISA por un periodo de 10 años

Ingresos, Costos y Gastos

- Los ingresos generados por los activos de transmisión de energía que actualmente tiene la compañía en Colombia se proyectaron a una tasa de crecimiento real que inicia con la observada en 2017 (-3.1%) y que gradualmente llega a 0%.
- Adicionalmente se consideraron los ingresos asociados a los proyectos que actualmente están en desarrollo y que se espera esperen entren en 2018 y 2020
- Los costos y gastos operacionales se proyectaron como un porcentaje de los ingresos operacionales

Inversiones en subsidiarias y método de participación

- El ingreso por método de participación se calculó de acuerdo a las utilidades proyectadas para cada una de las subsidiarias
- El valor de las inversiones en subsidiarias se actualizó cada año con base en el ingreso por método de participación y la proyección de los dividendos recibidos por ISA
- Las utilidades de cada una de las subsidiarias de ISA fueron proyectadas con base en el valor de la inversión y en la rentabilidad de mercado que se espera que cada una de estas compañías presente en los próximos años
- Para los dividendos de las subsidiarias se consideró una política de reparto que varía de acuerdo con el estado de madurez de cada compañía:
 - Para las empresas maduras se consideró una política de reparto del 90% de las utilidades
 - Para las empresas en crecimiento se consideró una política de reparto de utilidades creciente que arranca con los valores históricamente observados y alcanza gradualmente un nivel objetivo

Inversiones en activos fijos y depreciación

- La inversión en activos fijos incluye el CAPEX proyectado por la compañía para culminar los proyectos en marcha, así como un CAPEX de reposición a lo largo del horizonte de la proyección
- Las depreciaciones y amortizaciones se calcularon con base en la tasa de depreciación promedio observada en los últimos años

Deuda y gastos financieros

- El endeudamiento se calculó con base en la proyección de los instrumentos de deuda que actualmente tiene la compañía y en una política de endeudamiento que considera las necesidades de caja del plan de inversiones.
- Los gastos financieros se calcularon con base en el endeudamiento proyectado y en la tasa efectiva real que la compañía ha presentado en promedio durante los últimos años

Dividendos

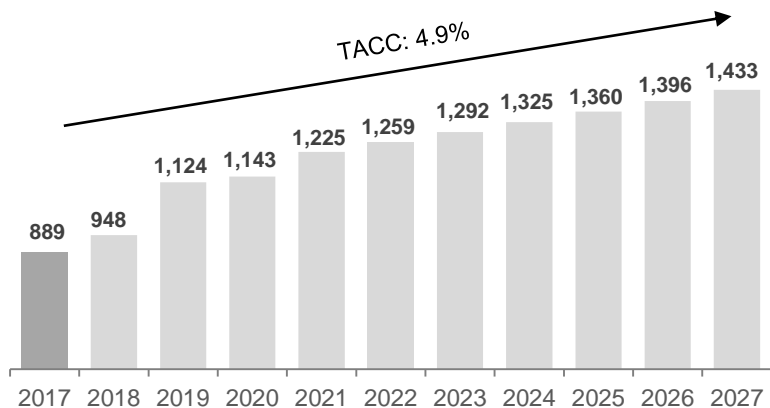
- Se consideró una política de dividendos creciente, que arranca en el porcentaje de reparto actual (41.6%) y que está limitado en todo momento por la generación de caja anual de la compañía y por un nivel de endeudamiento objetivo.

Valoración por descuento de flujo de dividendos

Principales proyecciones financieras

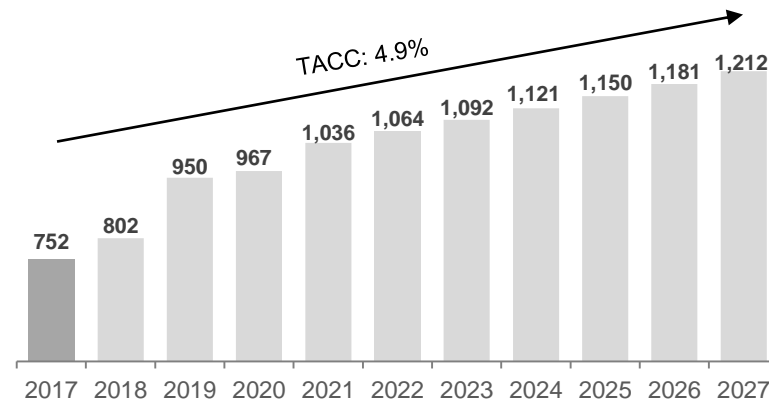
Ingresos operacionales negocio de transmisión en Colombia

COP Miles Mn



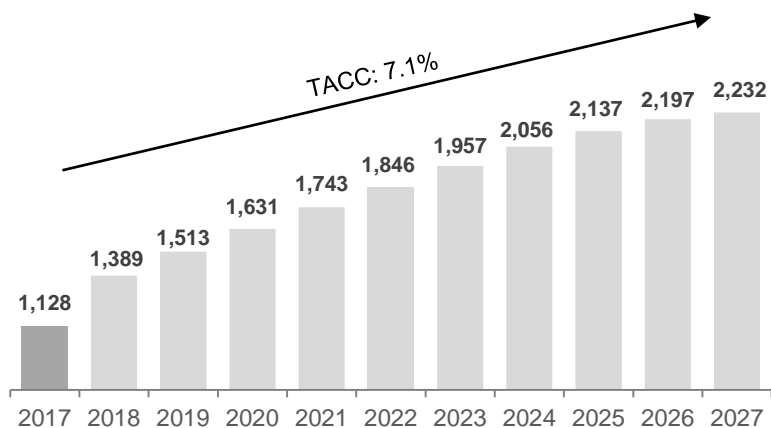
EBITDA negocio de transmisión en Colombia

COP Miles Mn



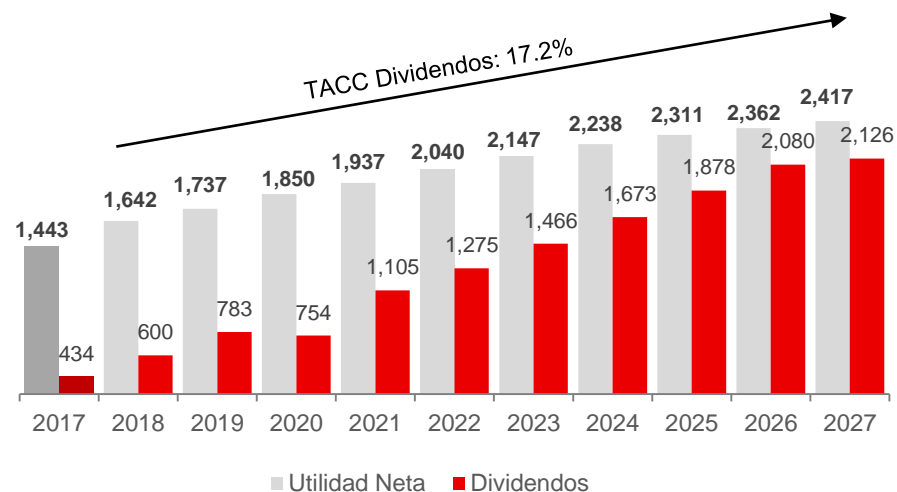
Ingreso proveniente de filiales (método de participación)

COP Miles Mn



Utilidad neta y dividendos pagados

COP Miles Mn



Valoración por múltiplos de compañías cotizadas comparables

Metodología

Se ha seguido una metodología estándar para la valoración por múltiplos de compañías cotizadas, con el fin de encontrar un rango de valoración indicativo del precio por acción de ISA en pesos Colombianos

Comparables cotizadas

Selección de las comparables

- Empresas con un flotante y liquidez significativo en bolsa.
- Empresas con operaciones en transmisión de energía (mayormente enfocadas en este negocio) en Latinoamérica, dado las geografías principales en donde opera ISA y por ser el transporte de energía su negocio principal.
- Empresas con métricas (capitalización bursátil y múltiplos) promedio del sector (excluyendo atípicos conceptuales y numéricos).

Múltiplos escogidos

El análisis se realizó con los siguientes múltiplos:

- (i) Valor de Firma sobre EBITDA (VF/EBITDA), calculado como el valor de mercado de la firma dividido entre el EBITDA estimado por los diferentes analistas para 2018 y reportada por Bloomberg.
- (ii) Precio sobre valor en libros del patrimonio (P/VL), calculado como el valor de mercado del patrimonio de la compañía (equity) dividido entre el valor contable del patrimonio estimado por los diferentes analistas para cierre de 2018 y reportado por Bloomberg.

Rango de valoración

- Se construyó un rango de valoración con base en el promedio de los múltiplos de las comparables seleccionadas
- El máximo y mínimo del rango se ha construido con un porcentaje alrededor del múltiplo promedio ajustado

Conclusiones

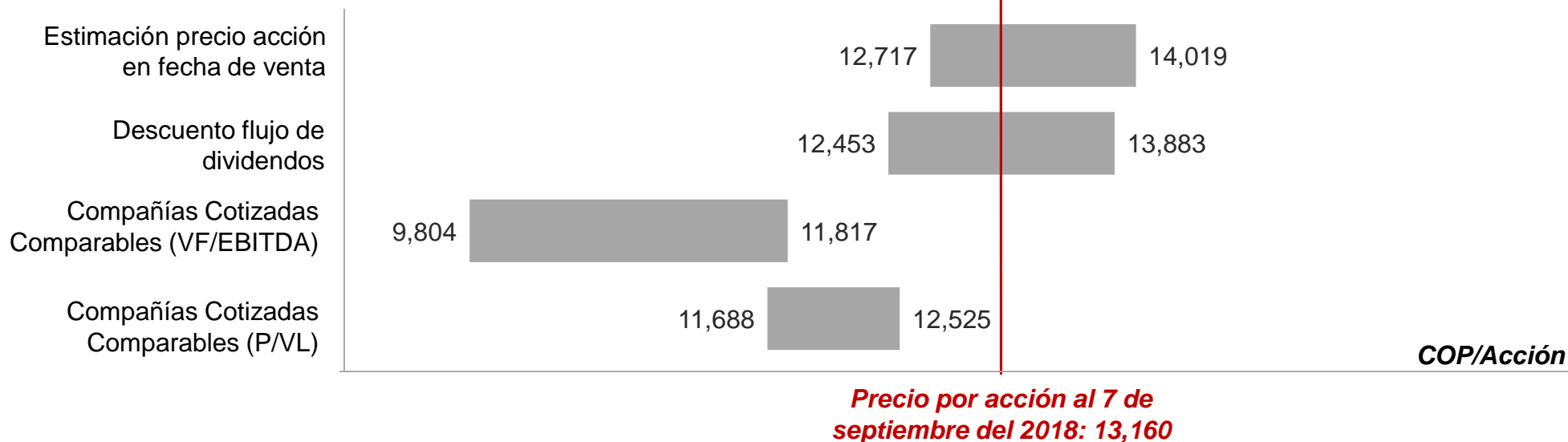
03

Conclusiones

Resultados de la valoración y conclusiones

Precio por acción COP – ISA

Metodología ⁽¹⁾



- Como valor de referencia se estimó un rango de precio probable que tendría la acción de ISA en el momento de la posible transacción. Este valor se calculó a partir de la estimación del precio actual de la acción, así como de la rentabilidad y volatilidad histórica observada en el último año
- El rango de precio probable es consistente con los resultados obtenidos mediante la valoración por descuento de flujo de dividendos y superior a los resultados obtenidos mediante la metodología de múltiplos de compañías cotizadas comparables
- En conclusión el precio de cotización de la acción en bolsa refleja adecuadamente el potencial valor de la compañía

Gracias.

Nuestro propósito es ayudar a personas y empresas a prosperar.

Nuestra cultura se basa en la creencia de que todo lo que hacemos debe ser

Sencillo Personal Justo

