

# Recomendación: Compra

Mayo 7 de 2008

Maria Clara Aristizábal Restrepo  
mcaristizabal@bolsayrenta.com  
574 - 448 43 00 Ext 131

Mauricio Restrepo del Toro  
mrestrepo@bolsayrenta.com  
574 - 448 43 00 Ext 156

## ETB S.A. ESP

### Resultados 1T08. Ingresos caen ligeramente, pero sorprenden Margen EBITDA y Utilidad Neta

Los ingresos totales ascendieron a \$345 mil millones, presentando una caída del 2,1% desde el 1T07. Los ingresos por telefonía, que representan el 91% del total de ingresos de la compañía, se incrementaron un 5,1%. Por su parte, los ingresos por servicios de telecomunicaciones, que representan el 9% restante del total de ingresos de la compañía, decrecieron un 41,5%.

El positivo comportamiento de los ingresos por telefonía obedece al éxito de sus estrategias defensivas en las líneas de negocio tradicionales y agresivas en los negocios de valor agregado. Los ingresos por concepto de telefonía local y larga distancia saliente presentaron incrementos del 5,8% y 3,1% respectivamente, gracias a las estrategias defensivas de empaquetamiento. Datos e Internet presentó un crecimiento moderado, debido a un tema de promociones, cuyos resultados se empezarán a reflejar a partir de mayo.

El margen EBITDA del 1T08 se ubicó en 54,9% desde 45,1% en el 1T07. El EBITDA ascendió a \$189 mil millones en los primeros 3 meses del año, presentando un crecimiento del 19,1% desde el 1T07. A pesar de la caída en los ingresos, la utilidad operacional se incrementó un 6,4% gracias al control de costos y gastos, que decrecieron un 3,7%.

La Utilidad Neta terminó en \$42 mil millones, un 380,7% por encima del resultado del 1T07. El incremento en la utilidad se presenta principalmente por las recuperaciones de provisiones que pasan de \$12 mil millones en el 1T07 a \$36 mil millones en el 1T08 y la reducción en la provisión del impuesto de renta que pasó de \$21 mil millones en los primeros 3 meses del 2007 a \$6 mil millones en igual período de 2008.

Balance General (Millones de COP\$)	2005	2006	2007	2008E
Activos	4.366.768	4.645.924	4.675.346	5.014.211
Caja e Inversiones Temporales	279.985	137.968	204.026	542.056
Pasivos	2.278.793	2.466.975	371.259	2.459.135
Deuda Fra	962.849	786.776	145.936	652.153
Patrimonio	2.087.975	2.178.949	2.303.709	2.555.076
Valor Intrínseco (COP\$)	588,38	614,02	649,18	720,01

Estado de Resultados (Millones de COP\$)	2005	2006	2007	2008E
Ingresos	1.441.512	1.553.620	1.502.299	1.663.928
EBITDA	753.895	784.805	790.188	840.526
Margen EBITDA	52,3%	50,5%	52,6%	50,5%
Utilidad Neta	144.299	185.706	240.789	336.446
UPA	40,66	52,33	67,85	94,81
Dividendo		23,80	36,88	52,15

Multiplos	2005	2006	2007	2008E
P/E	16,3	12,7	9,8	7,0
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9
Div. Yield		3,6%	5,6%	7,9%
EV/EBITDA		3,8	3,8	3,6

Fuente: ETB; Calculos: Bolsa y Renta

#### Información de Mercado

Precio (6 May 08)	\$ 663
Precio Objetivo YE 08	\$ 1.229
Potencial Valorización	85%
52-Wk Range	\$521 - \$887
Capitalización de Mercado (Millones de COP\$)	2.352.765
Acciones en Circ. (Millones de acciones)	3.549
Vol. Prom. Diario 2007 (Miles de acciones)	2.043
Vol. Prom. Diario 2008 (Miles de acciones)	1.932
Vol. Prom. Diario 2007 (Millones de COP\$)	\$ 1.632
Vol. Prom. Diario 2008 (Millones de COP\$)	\$ 1.199

Figura 1  
ETB vs. IGBC (Base 100 = May 2007)



Precios de Cierre del 6 de Mayo de 2008

Fuente: Bloomberg

Los inversionistas deben tomar el contenido de este documento sólo como un elemento en el proceso de la toma de sus decisiones de inversión. Para mayor información con respecto a nuestras recomendaciones de inversión y a nuestros productos, favor comunicarse con alguno de nuestros asesores comerciales.

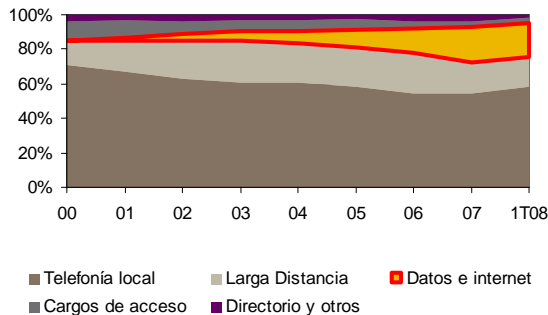
[www.bolsayrenta.com](http://www.bolsayrenta.com)

## 1. Ingresos

Los resultados del 1T08 confirmaron una vez más la tendencia de recomposición en los ingresos de ETB. En línea con la tendencia mundial de declive en la telefonía fija y acelerado crecimiento del servicio de Internet, el 19,7% de los ingresos de ETB en el 1T08 provinieron de Datos e Internet, mientras que al cierre de 2006 éstos representaron el 14% del total de ingresos y en el año 2000 eran inexistentes.

Figura 2

### Mezcla de Ingresos 2000 – 1T08



Fuente: ETB

Los ingresos totales ascendieron a \$345 mil millones, presentando una caída del 2,1% desde el 1T07. Los ingresos por telefonía, que representan el 91% del total de ingresos de la compañía, se incrementaron un 5,1%. Por su parte, los ingresos por servicios de telecomunicaciones, que representan el 9% restante del total de ingresos de la compañía, decrecieron un 41,5%.

Figura 3

### Ingresos 1T07 – 1T08 (\$ Millones)

	Mar-07	Mar-08	Var	% de Var
Local	189.254	200.294	11.040	5,8%
Larga Distancia	43.057	44.403	1.346	3,1%
Datos e Internet	65.109	67.981	2.872	4,4%
<b>Ingresos por Telefonía</b>	<b>297.420</b>	<b>312.678</b>	<b>15.258</b>	<b>5,1%</b>
Cargos de acceso	14.528	10.139	-4.388	-30,2%
Ingresos Minutos internacionales	36.190	16.545	-19.646	-54,3%
Directorio, facturación y otros	4.196	5.430	1.234	29,4%
<b>Ing. por Serv. Telecom.</b>	<b>54.914</b>	<b>32.114</b>	<b>-22.800</b>	<b>-41,5%</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>352.334</b>	<b>344.792</b>	<b>-7.541</b>	<b>-2,1%</b>

Fuente: ETB

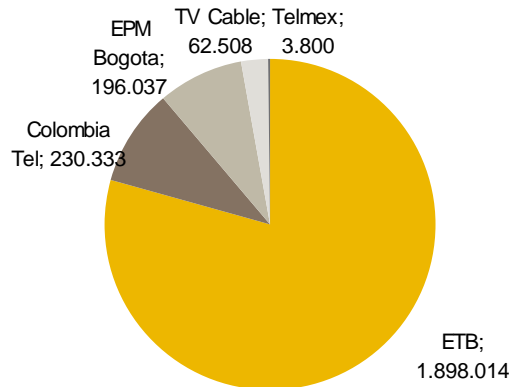
## 1. 1 Telefonía Local

El crecimiento del 5,8% observado en los ingresos por telefonía local refleja los positivos resultados de la estrategia defensiva de empaquetamiento. ETB, con el fin de producir un efecto desacelerador de la sustitución fijo-móvil y proteger sus ingresos tradicionales, ha apostado por una estrategia defensiva de empaquetamiento. Los esfuerzos se han focalizado en migrar clientes a planes ilimitados de voz, empaquetados con otros servicios, con el fin de lograr la convergencia tecnológica, que se traduce en una oferta de servicios, prestados por medio de una red única.

ETB sigue siendo el líder indiscutible de la telefonía local en Bogotá con una participación del 80% y continúa fortaleciendo su presencia en el centro del país. La empresa ha venido ampliando la cobertura en municipios cercanos a Bogotá. Es así como a partir de septiembre de 2007 amplió su cobertura a Tocaima y concluyó la negociación para adquirir la Empresa de Telecomunicaciones del Llano, lo cual aportó 39.481 líneas facturando a diciembre de 2007.

Figura 4

### Mercado de Voz Local en Bogota



Fuente: ETB, Foro de Competitividad CCIT

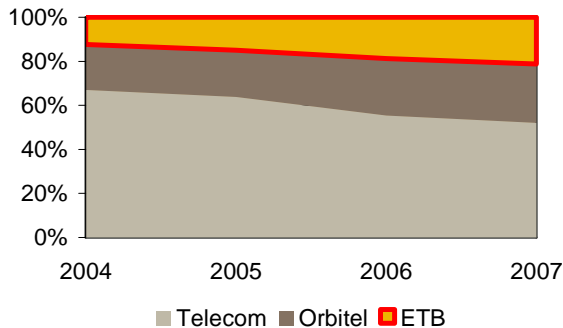
## 1.2 Larga Distancia

El negocio de Larga Distancia también registró un comportamiento positivo. Los ingresos por Larga Distancia presentaron un crecimiento del 3,1% frente al 1T07. A pesar de la contracción que ha presentado el mercado de larga distancia, debido principalmente a la sustitución de la telefonía conmutada por telefonía móvil e Internet, ETB ha logrado incrementar sus ingresos, gracias a las estrategias de empaquetamiento y de migración de clientes hacia planes ilimitados.

La empresa también ha logrado incrementar su participación en el mercado de larga distancia nacional e internacional. La participación de ETB en el mercado de larga distancia nacional saliente pasó del 12% en 2004 al 21% en 2007, de acuerdo con la información más reciente de la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios. Así mismo, su participación en el mercado de larga distancia internacional saliente se incrementó hasta el 36% en 2007 desde el 23% en 2004.

Figura 5

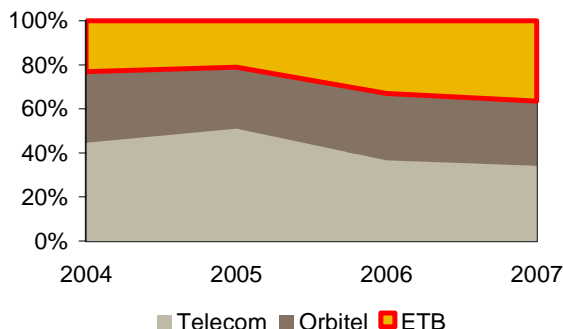
### Mercado Larga Distancia Nacional



Fuente: ETB, Superintendencia Servicios Públicos Domiciliarios.

Figura 6

### Mercado Larga Distancia Internacional



Fuente: ETB, Superintendencia Servicios Públicos Domiciliarios.

## 1.3 Datos e Internet

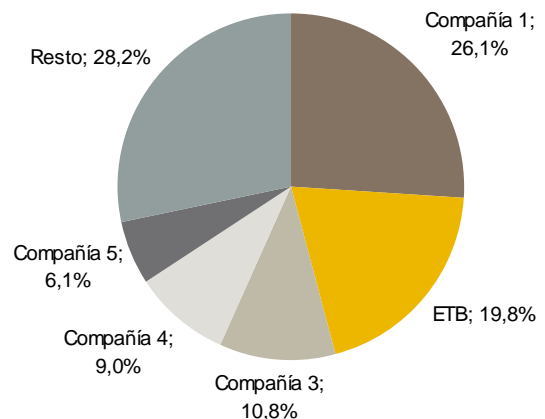
Datos e Internet presentó un crecimiento moderado, debido a un tema de promociones, cuyos resultados se empezarán a reflejar a partir de mayo. En el 1T08 los ingresos por concepto de Datos e Internet registraron un crecimiento del 4,4% respecto al mismo trimestre del año anterior, pasando de \$65 mil millones a \$67 mil millones. Tal comportamiento se explica por las agresivas promociones de enero y febrero, dirigidas a estudiantes y que incluían meses gratis, como parte de su estrategia de captura de nuevos clientes para el servicio de Banda Ancha. Por lo tanto, el resultado de estas mediadas se reflejará a partir de mayo de este año aproximadamente.

La nueva definición de Banda Ancha es una oportunidad para que ETB se consolide como el proveedor líder de este servicio en Colombia. El ente regulador de las telecomunicaciones en el país, expidió la Resolución 1740 de octubre de 2007 estableciendo que en materia de Banda Ancha, sólo se considera la existencia de este servicio cuando se presta con una capacidad mayor a 512Kbps, lo que significa que ETB contaría con una participación en este mercado superior al 60% en Colombia.

ETB es el segundo proveedor de servicios de valor agregado del país. Como parte de su estrategia de diversificación de ingresos, desde 2001, ETB incursionó en el mercado de valor agregado, transmisión de datos, Internet, Data Center, entre otros. Como resultado de esta estrategia de diversificación, dentro de los ingresos totales reportados por los operadores de valor agregado a la Cámara Colombiana de Informática y Telecomunicaciones (CCIT), ETB alcanzó una participación del 19,8% a Diciembre de 2007, con lo cual la compañía se mantiene en el segundo lugar como proveedor de servicios de valor agregado del país.

Figura 7

### Mercado de Valor Agregado en Colombia



Fuente: ETB, Foro de Competitividad CCIT

## 2. Costos y Gastos

Los costos y gastos presentaron una caída del 3,7%. La disminución de \$11 mil millones en los costos y gastos está explicada por la reducción de \$25 mil millones en los gastos gestionables, lo que habla del éxito que ha tenido la empresa en la gestión eficiente de los recursos, y la caída en \$12 mil millones de los cargos de acceso, que compensaron la subida en \$21 mil millones de las provisiones.

Figura 5

### Costos y Gastos (\$ Millones)

	1T07	1T08	Var (\$)	Var (%)
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>296.023</b>	<b>284.943</b>	<b>-11.080</b>	<b>-3,7%</b>
<b>Cargos de Acceso</b>	<b>33.768</b>	<b>21.379</b>	<b>-12.390</b>	<b>-36,7%</b>
Depreciación	51.416	56.795	5.380	10,5%
Amortización	19.233	19.096	-137	-0,7%
Provisiones	32.075	53.543	21.468	66,9%
<b>Deprec. Amortización y Provisiones</b>	<b>102.724</b>	<b>129.434</b>	<b>26.710</b>	<b>26,0%</b>
Personal	61.038	52.206	-8.832	-14,5%
Publicidad y Promoción	8.807	5.121	-3.686	-41,9%
Mantenimiento y Materiales	16.077	14.018	-2.059	-12,8%
Call Center y otros	15.338	13.712	-1.626	-10,6%
Contribuciones	4.722	4.537	-186	-3,9%
Seguros	4.159	3.412	-747	-18,0%
Alquiler	14.272	8.096	-6.176	-43,3%
Servicios Públicos	4.675	5.632	957	20,5%
Impuestos	12.090	6.405	-5.685	-47,0%
Entrega de Facturas y procesamiento	2.344	2.000	-344	-14,7%
Honorarios	4.367	5.508	1.141	26,1%
Vigilancia	2.489	2.700	211	8,5%
Arrendamiento	5.101	6.014	913	17,9%
Otros	4.051	4.769	718	17,7%
<b>Gestionables</b>	<b>159.531</b>	<b>134.130</b>	<b>-25.401</b>	<b>-15,9%</b>

Fuente: ETB

Los gastos gestionables presentaron una disminución del 15,9%. Es importante resaltar los esfuerzos en recortes de costos y gastos que ayudan a aumentar la eficiencia de la compañía. La reducción de los gastos gestionables está explicada principalmente por los gastos de personal, alquiler e impuestos, que en conjunto disminuyeron \$20 mil millones.

Resulta importante anotar como el crecimiento de Datos e Internet ha sido rentable. Mientras que los ingresos por este concepto crecieron un 4,4%, los costos y gastos asociados con este negocio presentaron una caída de 21,2%.

Figura 6

### Crecimiento Datos e Internet

	1T07	1T08	Var (\$)	Var (%)
<b>Ingresos Datos e Internet</b>	<b>65.109</b>	<b>67.981</b>	<b>2.872</b>	<b>4,4%</b>
Publicidad y Promoción	8.807	5.121	(3.686)	-41,9%
Mantenimiento y Materiales	16.077	14.018	(2.059)	-12,8%
Call Center y otros	15.338	13.712	(1.626)	-10,6%
Alquiler	14.272	8.096	(6.176)	-43,3%
Arrendamiento	5.101	6.014	913	17,9%
<b>Costos y Gastos Asociados</b>	<b>59.595</b>	<b>46.961</b>	<b>(12.634)</b>	<b>-21,2%</b>

Fuente: ETB

## 3. EBITDA y Margen EBITDA

El margen EBITDA del 1T08 se ubicó en 54,9% desde 45,1% en el 1T07. El EBITDA ascendió a \$189 mil millones en los primeros 3 meses del año, presentando un crecimiento del 19,1% desde el 1T07. A pesar de la caída en los ingresos, la utilidad operacional se incrementó un 6,4% gracias al control de costos y gastos, que decrecieron un 3,7%.

Figura 7

### Margen EBITDA

	1T07	2T07	3T07	4T07	2007	1T08
Ingresos	352.342	384.594	378.892	386.471	1.502.299	344.882
Costos y Gastos	296.023	305.777	233.997	305.706	1.141.503	284.942
Utilidad Operacional	56.319	78.817	144.895	80.765	360.796	59.939
Depreciaciones	51.416	54.630	53.150	59.146	218.342	56.795
Amortizaciones	19.233	21.192	20.860	22.753	84.038	19.096
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584	127.013	53.542
EBITDA	159.043	194.791	238.107	198.248	790.189	189.372
<b>Margen EBITDA</b>	<b>45,1%</b>	<b>50,6%</b>	<b>62,8%</b>	<b>51,3%</b>	<b>52,6%</b>	<b>54,9%</b>

Fuente: ETB

Cálculos: Bolsa y Renta.

## 4. Utilidad Neta

La Utilidad Neta terminó en \$42 mil millones, un 380,7% por encima del resultado del 1T07. El incremento en la utilidad se presenta principalmente por las recuperaciones de provisiones que pasan de \$12 mil millones en el 1T07 a \$36 mil millones en el 1T08 y la reducción en la provisión del impuesto de renta que pasó de \$21 mil millones en los primeros 3 meses del 2007 a \$6 mil millones en igual período de 2008.

Figura 8

### Utilidad Neta (\$ Millones)

	1T07	1T08	Var (\$)	Var (%)
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>56.319</b>	<b>59.940</b>	<b>3.621</b>	<b>6,4%</b>
<b>Margen Operacional</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>		
Intereses Financieros	8.243	12.141	3.899	47,3%
Recuperaciones	11.991	36.333	24.342	203,0%
Otros	21.010	24.493	3.483	16,6%
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	<b>41.243</b>	<b>72.966</b>	<b>31.723</b>	<b>76,9%</b>
<b>PENSIONES DE JUBILACION</b>	<b>-37.563</b>	<b>-41.192</b>	<b>-3.629</b>	<b>9,7%</b>
Intereses Financieros	-7.545	-6.517	-1.028	-13,6%
Perdida por el metodo de participacion	0	0	0	0,0%
Otros	-20.614	-37.363	-16.749	-81,3%
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>	<b>-28.159</b>	<b>-43.880</b>	<b>-15.721</b>	<b>55,8%</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-1.946	-849	-1.097	-56,4%
Utilidad por Corrección Monetaria	630	850	221	35,0%
<b>OTROS INGRESOS Y GASTOS</b>	<b>-1.316</b>	<b>2</b>	<b>1.318</b>	<b>-100,1%</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA</b>	<b>30.524</b>	<b>47.836</b>	<b>17.312</b>	<b>56,7%</b>
Provisión Imporrenta	-21.856	-6.170	15.686	-71,8%
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>8.668</b>	<b>41.666</b>	<b>32.998</b>	<b>380,7%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,1%</b>		

Fuente: ETB

Figura 9

**ESTADO DE RESULTADOS TRIMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	1T07	1T08	Variación	% de Var
Local	189.254	200.294	11.040	5,83%
Larga Distancia	43.057	44.403	1.346	3,13%
Datos e Internet	65.109	67.981	2.872	4,41%
<b>INGRESOS POR TELEFONIA</b>	<b>297.420</b>	<b>312.678</b>	<b>15.258</b>	<b>5,13%</b>
Cargos de acceso	14.528	10.139	-4.388	-30,21%
Ingresos Minutos internacionales	36.190	16.545	-19.646	-54,28%
Directorio, facturación, enlaces y otros	4.196	5.430	1.234	29,41%
<b>OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOMUN.</b>	<b>54.914</b>	<b>32.114</b>	<b>-22.800</b>	<b>-41,52%</b>
<b>VENTA DE BIENES</b>				
<b>COSTO DE BIENES VENDIDOS</b>				
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>352.342</b>	<b>344.883</b>	<b>-7.459</b>	<b>-2,12%</b>
Personal	-61.038	-52.206	-8.832	-14,47%
Depreciación	-51.416	-56.795	5.380	10,46%
Cargos de Acceso y capacidad de transporte	-33.768	-21.379	-12.390	-36,69%
Amortización	-19.233	-19.096	-137	-0,71%
Publicidad y Promoción	-8.807	-5.121	-3.686	-41,85%
Provisiones	-32.075	-53.543	21.468	66,93%
Mantenimiento y Materiales	-16.077	-14.018	-2.059	-12,80%
Call Center y otros	-15.338	-13.712	-1.626	-10,60%
Contribuciones	-4.722	-4.537	-186	-3,94%
Seguros	-4.159	-3.412	-747	-17,95%
Alquiler	-14.272	-8.096	-6.176	-43,28%
Servicios Públicos	-4.675	-5.632	957	20,46%
Impuestos	-12.090	-6.405	-5.685	-47,02%
Entrega de Facturas y procesamiento	-2.344	-2.000	-344	-14,69%
Honorarios	-4.367	-5.508	1.141	26,12%
Vigilancia	-2.489	-2.700	211	8,47%
Arrendamiento	-5.101	-6.014	913	17,90%
Otros	-4.051	-4.769	718	17,72%
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-296.023</b>	<b>-284.943</b>	<b>-11.080</b>	<b>-3,74%</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>56.319</b>	<b>59.940</b>	<b>3.621</b>	<b>6,43%</b>
<b>Margen Operacional</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>		
Intereses Financieros	8.243	12.141	3.899	47,30%
Recuperaciones	11.991	36.333	24.342	203,01%
Otros	21.010	24.493	3.483	16,58%
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	<b>41.243</b>	<b>72.966</b>	<b>31.723</b>	<b>76,92%</b>
<b>PENSIONES DE JUBILACION</b>	<b>-37.563</b>	<b>-41.192</b>	<b>-3.629</b>	<b>9,66%</b>
Intereses Financieros	-7.545	-6.517	-1.028	-13,62%
Perdida por el metodo de participacion	0	0	0	0,00%
Otros	-20.614	-37.363	16.749	81,25%
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>	<b>-28.159</b>	<b>-43.880</b>	<b>15.721</b>	<b>55,83%</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-1.946	-849	-1.097	-56,39%
Utilidad por Corrección Monetaria	630	850	221	35,03%
<b>OTROS INGRESOS Y GASTOS</b>	<b>-1.316</b>	<b>2</b>	<b>1.318</b>	<b>-100,14%</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA</b>	<b>30.524</b>	<b>47.836</b>	<b>17.312</b>	<b>56,71%</b>
Provisión Imporrenta	-21.856	-6.170	-15.686	-71,77%
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>8.668</b>	<b>41.666</b>	<b>32.998</b>	<b>380,69%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>2,5%</b>	<b>12,1%</b>		

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 10

**BALANCE GENERAL TRIMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	4T06	1T07	2T07	3T07	4T07	1T08
<b>Activos</b>						
Disponible e Inversiones Temporales	137.968	203.653	113.304	189.547	204.026	164.941
Cartera Comercial	534.738	456.255	436.009	412.178	371.259	354.047
Deudores varios	99.635	107.968	118.431	126.646	145.936	146.898
Inventarios	13.064	10.214	9.131	12.866	13.993	14.958
Gastos pagados por anticipado	19.316	22.097	18.399	12.442	14.745	16.656
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>804.721</b>	<b>800.187</b>	<b>695.274</b>	<b>753.679</b>	<b>749.959</b>	<b>697.500</b>
<b>NO CORRIENTE</b>						
Propiedad planta y equipo	1.816.950	1.806.635	1.828.644	1.846.322	1.917.895	1.908.892
Inversiones a largo plazo	152.028	153.101	156.360	178.978	173.982	185.908
Deudores	403.730	403.680	356.287	373.090	377.469	364.919
Fondo pasivo pensional	611.396	616.881	629.856	657.455	676.462	687.057
Intangibles	164.065	164.279	166.154	162.722	171.367	162.972
Diferidos	422.176	420.009	431.931	391.582	342.092	347.235
Obras en propiedad ajena y otros activos	19.273	21.125	21.647	22.222	23.200	24.045
Valorizaciones	251.586	248.287	248.263	248.381	242.920	245.192
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>3.841.203</b>	<b>3.833.998</b>	<b>3.839.142</b>	<b>3.880.753</b>	<b>3.925.387</b>	<b>3.926.221</b>
<b>Total Activo</b>	<b>4.645.924</b>	<b>4.634.185</b>	<b>4.534.416</b>	<b>4.634.432</b>	<b>4.675.346</b>	<b>4.623.721</b>
<b>Pasivos</b>						
Obligaciones Financieras Nacionales	37.751	38.831	20.577	40.590	33.750	33.780
Operadores y Proveedores	156.028	134.513	123.756	134.216	131.129	113.043
Deuda pública externa	4.281	1.990	3.739	1.757	3.671	1.523
Dividendos Decretados	30.074	86.410	1.954	1.955	1.955	132.844
Acreedores varios	110.160	98.409	83.646	122.994	132.706	86.213
Impuestos, pensiones y otros	320.512	335.700	361.556	390.274	343.888	356.935
Recaudo a favor de terceros y otros	67.606	79.998	56.454	60.213	85.634	89.811
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>726.411</b>	<b>775.850</b>	<b>651.682</b>	<b>751.999</b>	<b>732.733</b>	<b>814.148</b>
<b>LARGO PLAZO</b>						
Obligaciones Financieras Nacionales	237.500	237.500	240.357	219.732	206.607	156.607
Deuda pública Externa	516	505	414	427	546	409
Pensiones de Jubilación - Apropiado	846.674	847.152	848.587	850.021	847.823	852.114
Cesantías	9.437	8.305	8.205	8.074	9.477	8.156
Contingencias	330.936	345.321	368.351	371.012	341.793	346.142
Corrección monetaria y diferidos	315.501	320.104	265.375	224.925	232.659	234.975
<b>Total Pasivo Largo Plazo</b>	<b>1.740.564</b>	<b>1.758.887</b>	<b>1.731.289</b>	<b>1.674.191</b>	<b>1.638.905</b>	<b>1.598.404</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.466.975</b>	<b>2.534.737</b>	<b>2.382.971</b>	<b>2.426.190</b>	<b>2.371.638</b>	<b>2.412.551</b>
Capital	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923
Prima en colocacion de acciones	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061
Reservas	770.989	872.240	872.240	872.240	872.240	982.140
Revalorización del Patrimonio	706.630	706.630	706.630	689.444	683.775	678.062
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	251.639	247.926	248.263	248.381	242.920	245.318
Resultados de Ejercicios anteriores	0	0	0	0	0	0
Resultado del Presente Ejercicio	185.706	8.668	60.328	134.193	240.789	41.666
<b>Patrimonio</b>	<b>2.178.949</b>	<b>2.208.242</b>	<b>2.151.445</b>	<b>2.208.242</b>	<b>2.303.709</b>	<b>2.211.170</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>4.645.924</b>	<b>4.634.185</b>	<b>4.534.416</b>	<b>4.634.432</b>	<b>4.675.346</b>	<b>4.623.721</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 11

**EBITDA Y MARGEN EBITDA TRIMESTRAL**

	<b>1T07</b>	<b>2T07</b>	<b>3T07</b>	<b>4T07</b>	<b>1T08</b>
Local	189.254	211.861	203.474	212.341	200.294
Larga Distancia	43.057	50.311	48.906	49.287	44.403
Datos e Internet	65.109	76.120	73.383	81.289	67.981
<b>INGRESOS POR TELEFONIA</b>	<b>297.420</b>	<b>338.292</b>	<b>325.763</b>	<b>342.916</b>	<b>312.678</b>
Cargos de acceso	14.528	14.983	11.684	17.414	10.139
Ingresos Minutos internacionales	36.190	22.988	17.669	8.811	16.545
Directorio, facturación, enlaces y otros	4.196	7.023	20.844	21.580	5.430
<b>OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOMUN.</b>	<b>54.914</b>	<b>44.994</b>	<b>50.196</b>	<b>47.804</b>	<b>32.114</b>
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>352.342</b>	<b>384.594</b>	<b>378.892</b>	<b>386.471</b>	<b>344.883</b>
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-296.023</b>	<b>-305.777</b>	<b>-233.997</b>	<b>-305.706</b>	<b>-284.943</b>
<b>EBIT</b>	<b>56.319</b>	<b>78.817</b>	<b>144.895</b>	<b>80.765</b>	<b>59.940</b>
Depreciación	51.416	54.630	53.150	59.146	56.795
Amortización	19.233	21.192	20.860	22.753	19.096
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584	53.543
<b>EBITDA</b>	<b>159.043</b>	<b>194.791</b>	<b>238.107</b>	<b>198.248</b>	<b>189.374</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>45,14%</b>	<b>50,65%</b>	<b>62,84%</b>	<b>51,30%</b>	<b>54,91%</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 12

**FLUJO DE CAJA TRIMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	<b>4T06 - 1T07</b>	<b>1T07 - 2T07</b>	<b>2T07 - 3T07</b>	<b>3T07-4T07</b>
UTILIDAD OPERATIVA	56.319	78.817	144.895	80.765
Depreciación	51.416	54.630	53.150	59.146
Amortización	19.233	21.192	20.860	22.753
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584
<b>EBITDA</b>	<b>159.043</b>	<b>194.791</b>	<b>238.107</b>	<b>198.248</b>
(Aum) Dism Cartera Comercial	78.483	20.246	23.831	40.919
(Aum) Dism Deudores varios	-8.333	-10.463	-8.215	-19.290
(Aum) Dism Inventarios	2.850	1.083	-3.735	-1.127
(Aum) Dism Gastos pagados por anticipado	-2.781	3.698	5.957	-2.303
(Aum) Dism Operadores y Proveedores	-21.515	-10.757	10.459	584
Aum (Dism) Deuda pública externa	-2.292	1.749	-1.982	-1.757
Aum (Dism) Recaudo a favor de terceros y otros	12.392	-23.543	3.759	25.421
Aum (Dism) Acreedores varios	-11.751	-14.763	39.348	11.667
Aum (Dism) pensiones	0	0	4.642	0
Aum (Dism) Impuestos, pensiones y otros	15.188	25.856	24.076	-46.386
Aum (Dism) Deuda pública Externa	-11	-91	13	-427
<b>(Aum) Dism en el KTNO</b>	<b>62.230</b>	<b>-6.985</b>	<b>98.153</b>	<b>7.301</b>
Aum (Dism) Propiedad planta y equipo	-41.101	-76.639	-70.828	-130.719
Aum (Dism) Inversiones a largo plazo	-1.074	-3.258	-22.618	4.996
Aum (Dism) Inversión en Intangibles y diferidos	-17.281	-34.989	22.921	-5.107
<b>(Aum) Dism Inversiones</b>	<b>-59.455</b>	<b>-114.887</b>	<b>-70.526</b>	<b>-130.831</b>
Obligaciones Financieras Nacionales CP	1.080	-18.254	20.014	-6.840
Obligaciones Financieras Nacionales LP	0	2.857	-20.625	-12.579
<b>Aum (Dism) Obligaciones Financieras</b>	<b>1.080</b>	<b>-15.397</b>	<b>-611</b>	<b>-19.419</b>
Dividendos Decretados	56.336	-84.456	1	-1.955
Dividendos decretados por la asamblea	-84.456	0	0	0
<b>Pago de Dividendos</b>	<b>-28.120</b>	<b>-84.456</b>	<b>1</b>	<b>-1.955</b>
Aum (Dism) Contingencias	-17.690	-17.123	-16.540	-64.803
<b>Pago de Contingencias</b>	<b>-17.690</b>	<b>-17.123</b>	<b>-16.540</b>	<b>-64.803</b>
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación - Apropiado	478	1.435	1.435	-2.198
Aum (Dism) Cesantías	-1.132	-100	-131	1.403
Aum (Dism) Corrección monetaria y diferidos	4.603	-54.729	-40.450	7.734
Aum (Dism) Deudores	50	47.393	-16.804	-23.386
Aum (Dism) Obras en propiedad ajena y otros act	-1.852	-522	-575	22.222
Aum (Dism) Valorizaciones	3.298	24	-118	5.461
Aum (Dism) Superavit Valorización	-3.713	337	118	-5.461
Aum (Dism) Revalorización del Patrimonio	0	0	-17.186	-5.669
<b>Aum (Dism) Otras Fuentes de Financiación</b>	<b>1.732</b>	<b>-6.161</b>	<b>-73.712</b>	<b>106</b>
<b>Utilidad No Operativa</b>	<b>-25.795</b>	<b>-18.377</b>	<b>-33.718</b>	<b>48.725</b>
<b>Provisión de Impuestos</b>	<b>-21.856</b>	<b>-8.780</b>	<b>-37.313</b>	<b>-22.895</b>
Fondo pasivo pensional	-5.485	-12.974	-27.599	0
<b>Aumento Fondo Pensional</b>	<b>-5.485</b>	<b>-12.974</b>	<b>-27.599</b>	<b>0</b>
<b>Flujo de Caja del Período</b>	<b>65.686</b>	<b>-90.349</b>	<b>76.243</b>	<b>14.478</b>
<b>Disponible e Inversiones Temporales Inicial</b>	<b>137.968</b>	<b>203.653</b>	<b>113.304</b>	<b>189.547</b>
<b>Disponible e Inversiones Temporales Final</b>	<b>203.653</b>	<b>113.304</b>	<b>189.547</b>	<b>204.026</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta  
Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 13

**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
Total Telefonía	1.164.809	1.206.446	1.094.148	1.157.191	1.135.119	1.114.591	1.095.501
Datos e internet	151.503	219.401	295.901	385.049	462.059	531.368	584.505
Cargos de acceso	87.620	62.422	58.608	56.336	53.519	50.843	48.301
Directorio y otros	37.580	65.351	53.642	65.351	65.351	65.351	65.351
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.441.512</b>	<b>1.553.620</b>	<b>1.502.299</b>	<b>1.663.928</b>	<b>1.716.048</b>	<b>1.762.154</b>	<b>1.793.658</b>
<b>Total Costos y Gastos</b>	<b>-1.103.217</b>	<b>-1.231.848</b>	<b>-1.141.503</b>	<b>-1.088.579</b>	<b>-1.079.893</b>	<b>-1.090.345</b>	<b>-1.097.618</b>
<b>EBIT</b>	<b>338.295</b>	<b>321.772</b>	<b>360.796</b>	<b>575.348</b>	<b>636.155</b>	<b>671.808</b>	<b>696.039</b>
<b>Margen EBIT</b>	<b>23,5%</b>	<b>20,7%</b>	<b>24,0%</b>	<b>34,6%</b>	<b>37,1%</b>	<b>38,1%</b>	<b>38,8%</b>
Pensiones y aportes al ISS	-164.307	-138.898	-137.424	-130.000	-130.000	-130.000	-130.000
Pérdida Colombia Móvil	-147.138	-83.879	-	-	-	-	-
Otros Ingresos (Gastos) Neto	128.468	109.978	108.261	56.810	71.923	81.521	97.882
<b>Utilidad no operacional</b>	<b>-182.976</b>	<b>-112.799</b>	<b>-29.163</b>	<b>-73.190</b>	<b>-58.077</b>	<b>-48.479</b>	<b>-32.118</b>
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>155.318</b>	<b>208.973</b>	<b>331.633</b>	<b>502.158</b>	<b>578.078</b>	<b>623.329</b>	<b>663.921</b>
<b>Total Impuesto Renta</b>	<b>-11.020</b>	<b>-23.266</b>	<b>-90.844</b>	<b>-165.712</b>	<b>-190.766</b>	<b>-205.699</b>	<b>-219.094</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>144.299</b>	<b>185.706</b>	<b>240.789</b>	<b>336.446</b>	<b>387.312</b>	<b>417.630</b>	<b>444.827</b>
<b>EBIT</b>	<b>338.295</b>	<b>321.772</b>	<b>360.796</b>	<b>575.348</b>	<b>636.155</b>	<b>671.808</b>	<b>696.039</b>
Depreciaciones	227.034	225.627	218.342	210.169	207.081	205.049	203.861
Amortizaciones	60.809	73.531	84.038	55.009	40.779	30.909	24.095
Provisiones	92.042	163.875	127.013	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>718.181</b>	<b>784.805</b>	<b>790.188</b>	<b>840.526</b>	<b>884.015</b>	<b>907.766</b>	<b>923.996</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>49,82%</b>	<b>50,51%</b>	<b>52,60%</b>	<b>50,51%</b>	<b>51,51%</b>	<b>51,51%</b>	<b>51,51%</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 14

**BALANCE GENERAL PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
<b>Activos</b>							
Disponible e Inversiones Temporales	279.985	137.968	403.680	542.056	630.821	770.418	881.387
Cartera Comercial	282.380	534.738	527.444	547.912	565.074	580.256	590.630
Deudores varios y recaudo de terceros	240.141	99.635	98.276	102.090	105.288	108.116	110.049
Inventarios	12.324	13.064	12.886	13.386	13.805	14.176	14.429
Gastos pagados por anticipado	18.177	19.316	19.052	19.792	20.412	20.960	21.335
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>833.006</b>	<b>804.721</b>	<b>1.061.338</b>	<b>1.225.235</b>	<b>1.335.400</b>	<b>1.493.927</b>	<b>1.617.830</b>
Propiedad planta y equipo	1.886.070	1.816.950	1.751.405	1.725.672	1.708.739	1.698.843	1.693.462
Inversiones a largo plazo	226.810	152.028	162.530	173.033	183.535	194.037	204.540
Deudores	602.613	1.015.126	1.088.152	1.149.750	1.216.892	1.290.076	1.369.848
Intangibles	151.805	164.065	113.166	78.250	54.032	37.311	25.833
Diferidos	373.444	441.449	423.202	410.685	402.004	396.010	391.895
Valorizaciones	293.020	251.586	251.586	251.586	251.586	251.586	251.586
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>3.533.762</b>	<b>3.841.203</b>	<b>3.790.042</b>	<b>3.788.976</b>	<b>3.816.787</b>	<b>3.867.863</b>	<b>3.937.163</b>
<b>Total Activo</b>	<b>4.366.768</b>	<b>4.645.924</b>	<b>4.851.380</b>	<b>5.014.211</b>	<b>5.152.187</b>	<b>5.361.790</b>	<b>5.554.994</b>
<b>Pasivos</b>							
Oblig. Financieras Nacionales	37.500	37.751	37.751	37.751	37.751	37.751	37.751
Operadores y Proveedores	120.937	160.309	158.123	164.259	169.404	173.955	177.065
Dividendos Decretados	63.269	30.074	-	-	-	-	-
Acreedores varios	122.605	110.160	108.657	112.874	116.409	119.537	121.674
Impuesto sobre la renta	122.476	1.659	127.899	165.712	190.766	205.699	219.094
IVA, IyC, Otros	50.499	38.632	38.105	39.583	40.823	41.920	42.670
Obligaciones Laborales	23.424	22.919	22.606	23.483	24.219	24.870	25.314
Pensiones de Jubilación	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440	119.440
Provisiones y Contingencias	65.765	137.863	123.159	93.751	64.343	64.343	64.343
Otros pasivos	83.717	67.606	67.606	67.606	67.606	67.606	67.606
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>809.631</b>	<b>726.411</b>	<b>803.345</b>	<b>824.459</b>	<b>830.761</b>	<b>855.121</b>	<b>874.957</b>
Obligaciones Financieras Nacionales	75.000	237.500	237.500	237.500	237.500	237.500	237.500
Deuda pública Externa	723	516	516	516	516	516	516
Pensiones de Jubilación - Apropiado	845.965	846.674	846.674	846.674	846.674	846.674	846.674
Cesantías	11.646	9.437	9.437	9.437	9.437	9.437	9.437
Contingencias	189.891	330.936	295.640	225.047	154.455	154.455	154.455
Otros pasivos (Corrección monetaria y diferido)	345.938	315.501	315.501	315.501	315.501	315.501	315.501
<b>Total Pasivo Largo Plazo</b>	<b>1.469.162</b>	<b>1.740.564</b>	<b>1.705.268</b>	<b>1.634.675</b>	<b>1.564.083</b>	<b>1.564.083</b>	<b>1.564.083</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.278.793</b>	<b>2.466.975</b>	<b>2.508.612</b>	<b>2.459.135</b>	<b>2.394.844</b>	<b>2.419.204</b>	<b>2.439.040</b>
Capital	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923	1.923
Prima en colocacion de acciones	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061	262.061
Reservas	679.989	770.989	872.240	996.377	1.147.778	1.302.702	1.448.873
Revalorización del Patrimonio	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630	706.630
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	293.074	251.639	251.639	251.639	251.639	251.639	251.639
Resultado del Presente Ejercicio	144.299	185.706	248.274	336.446	387.312	417.630	444.827
<b>Patrimonio</b>	<b>2.087.975</b>	<b>2.178.949</b>	<b>2.342.767</b>	<b>2.555.076</b>	<b>2.757.343</b>	<b>2.942.586</b>	<b>3.115.954</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>4.366.768</b>	<b>4.645.924</b>	<b>4.851.380</b>	<b>5.014.211</b>	<b>5.152.187</b>	<b>5.361.790</b>	<b>5.554.994</b>
Valor Intrínseco (COP\$)	588,38	614,02	660,18	720,01	777,01	829,21	878,06

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 15

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
EBIT	439.598	575.348	636.155	671.808	696.039
Depreciaciones	243.099	210.169	207.081	205.049	203.861
Amortizaciones	76.430	55.009	40.779	30.909	24.095
Provisiones	50.000	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	<b>809.127</b>	<b>840.526</b>	<b>884.015</b>	<b>907.766</b>	<b>923.996</b>
(Aum) Dism Cartera Comercial	7.295	-20.468	-17.163	-15.182	-10.374
(Aum) Dism Deudores varios y recaudo de terceros	1.359	-3.814	-3.198	-2.829	-1.933
(Aum) Dism Inventarios	178	-500	-419	-371	-253
(Aum) Dism Gastos pagados por anticipado	263	-739	-620	-548	-375
Aum (Dism) Operadores y Proveedores	-2.187	6.136	5.145	4.551	3.110
Aum (Dism) Acreedores varios	-1.503	4.217	3.536	3.128	2.137
Aum (Dism) IVA, IyC, Otros	-527	1.479	1.240	1.097	749
Aum (Dism) Obligaciones Laborales	-313	877	736	651	445
<b>(Aum) Dism en el KTNO</b>	<b>4.566</b>	<b>-12.813</b>	<b>-10.743</b>	<b>-9.504</b>	<b>-6.494</b>
(Aum) Dism Propiedad planta y equipo	-177.554	-184.436	-190.147	-195.153	-198.481
(Aum) Dism Inversiones a largo plazo	-10.502	-10.502	-10.502	-10.502	-10.502
(Aum) Dism Valorizaciones	-	-	-	-	-
(Aum) Dism Intangibles	-5.363	-5.577	-5.800	-6.032	-6.258
(Aum) Dism Diferidos	-1.922	-1.999	-2.079	-2.162	-2.244
<b>Capex y Aumento de Inversiones</b>	<b>-195.342</b>	<b>-202.515</b>	<b>-208.529</b>	<b>-213.850</b>	<b>-217.485</b>
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Impuesto sobre la renta	126.240	37.813	25.053	14.933	13.395
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Provisiones y Contingencias	-14.704	-29.408	-29.408	-	-
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Deuda pública Externa	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación - Apropiado	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Cesantías	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Contingencias	-85.296	-70.592	-70.592	-	-
<b>Aum (Dism) Fuentes de Financiación</b>	<b>26.240</b>	<b>-62.187</b>	<b>-74.947</b>	<b>14.933</b>	<b>13.395</b>
<b>Utilidad No Operacional</b>	<b>-63.425</b>	<b>-73.190</b>	<b>-58.077</b>	<b>-48.479</b>	<b>-32.118</b>
<b>Impuestos del Período</b>	<b>-127.899</b>	<b>-165.712</b>	<b>-190.766</b>	<b>-205.699</b>	<b>-219.094</b>
<b>Pago de Dividendos</b>	<b>-114.529</b>	<b>-124.137</b>	<b>-185.045</b>	<b>-232.387</b>	<b>-271.460</b>
<b>Aum (Dism) Obligaciones Financieras</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Aum (Dism) Fondo Pensional</b>	<b>-18.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Capitalización Intereses Fondo Pensional</b>	<b>-55.026</b>	<b>-61.598</b>	<b>-67.142</b>	<b>-73.185</b>	<b>-79.771</b>
<b>(Aum) dism Disponible e Inv Temporales</b>	<b>265.713</b>	<b>138.375</b>	<b>88.766</b>	<b>139.596</b>	<b>110.969</b>
<b>Disponible e Inv Temporales inicial</b>	<b>137.968</b>	<b>403.680</b>	<b>542.056</b>	<b>630.821</b>	<b>770.418</b>
<b>Disponible e Inv Temporales final</b>	<b>403.680</b>	<b>542.056</b>	<b>630.821</b>	<b>770.418</b>	<b>881.387</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 16

**VALORACIÓN**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
<b>Ingresos</b>	<b>1.553.620</b>	<b>1.601.769</b>	<b>1.663.928</b>	<b>1.716.048</b>	<b>1.762.154</b>	<b>1.793.658</b>
% Crecimiento Ingresos	7,8%	3,1%	3,9%	3,1%	2,7%	1,8%
<b>EBIT</b>	<b>485.647</b>	<b>489.598</b>	<b>575.348</b>	<b>636.155</b>	<b>671.808</b>	<b>696.039</b>
+ Depreciaciones	225.627	243.099	210.169	207.081	205.049	203.861
+ Amortizaciones	73.531	76.430	55.009	40.779	30.909	24.095
<b>EBITDA</b>	<b>784.805</b>	<b>809.127</b>	<b>840.526</b>	<b>884.015</b>	<b>907.766</b>	<b>923.996</b>
Margen EBITDA	50,5%	50,5%	50,5%	51,5%	51,5%	51,5%
% Crecimiento EBITDA	4%	3%	4%	5%	3%	2%
(-) Capex	156.507	184.839	192.012	198.027	203.347	206.983
Capex/Ventas	10,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%
(-) Incremento KTNO	99.177	-4.566	12.813	10.743	9.504	6.494
Incremento KTNO/Ventas	6,4%	-0,3%	0,8%	0,6%	0,5%	0,4%
(-) Impuestos	169.977	166.463	189.865	209.931	221.697	229.693
Impuestos/Ventas	10,9%	10,4%	11,4%	12,2%	12,6%	12,8%
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	<b>359.144</b>	<b>462.391</b>	<b>445.837</b>	<b>465.314</b>	<b>473.219</b>	<b>480.826</b>
% Crecimiento FCL		28,7%	-3,6%	4,4%	1,7%	1,6%
WACC Real		7,20%	7,20%	7,20%	7,20%	7,20%
Inflación Proyectada		4,36%	4,00%	4,00%	4,00%	3,75%
WACC Nominal		11,87%	11,49%	11,49%	11,49%	11,22%
Factor de descuento		1,12	1,25	1,39	1,55	1,72

<b>Valor de la Empresa (EV)</b>	
VPN FCL	1.689.517
VPN Valor de Continuidad	2.411.532
<b>= Valor de La Empresa</b>	<b>4.101.049</b>

<b>Supuestos</b>	<b>Ke</b>
Tasa Libre de Riesgo (10 Yr Note)	4,62%
Riesgo Pais	2,00%
Beta	0,90
Prima de Riesgo	5,50%
Ke(\$US)	11,57%
Dev LP	2,00%
<b>Ke Nominal (COP\$)</b>	<b>13,80%</b>

<b>Supuestos</b>	<b>WACC</b>
Deuda	1.408.126
Equity	3.369.857
D/(D+E)	29,47%
E/(D+E)	70,53%
Kd	11,00%
Ke	13,80%
Tasa Impositiva	34,00%
<b>WACC Nominal</b>	<b>11,87%</b>

= Valor de La Empresa	4.101.049
+ Disp. e Inver. Temporales	137.968
+ Inversiones Permanentes	356.028
<b>= Valor Activos</b>	<b>4.595.044</b>
(-) Pasivos	1.225.187
= Equity	3.369.857
# Acciones	3.548.664.772
Precio 06	950
<b>Precio 07</b>	<b>1.080</b>
<b>Precio 08</b>	<b>1.229</b>
Precio (6 May 08)	663
<b>Upside</b>	<b>85%</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Calculos Bolsa y Renta

---

## Condiciones de Uso

Los títulos valores mencionados en este reporte no se ajustan a todos los perfiles de los inversionistas. Bolsa y Renta recomienda a los inversionistas evaluar independientemente las posibles inversiones y estrategias e invita a los inversionistas a buscar la asesoría de un analista financiero.

Bolsa y Renta realiza recomendaciones de inversión de las compañías que se cubren en este informe y adicionalmente realiza compras y ventas de acciones a sus clientes en el mercado de valores.

Los informes que realizan los analistas de Bolsa y Renta se construyen a partir de información que está disponible al público. Bolsa y Renta realiza un esfuerzo para que la información utilizada sea real, confiable y completa, pero no puede garantizar que así lo sea.

Los inversionistas deben tener en cuenta que el valor e ingreso de sus inversiones puede variar como consecuencia de los cambios en las tasas de interés, tasas de cambio, precios de los activos o de índices, condiciones financieras y operacionales de la compañía, entre otros factores. El desempeño pasado de los activos no es necesariamente una guía para prever el comportamiento futuro. Las estimaciones del desempeño futuro de los activos están basadas en supuestos que posiblemente no logren cumplirse.

Este reporte o cualquier porción de éste no se debe vender o distribuir sin el consentimiento de Bolsa y Renta.

---

## Contactos Comerciales

Juan Rafael Pérez Vélez  
[jrperez@bolsayrenta.com](mailto:jrperez@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 143

Camilo Aristizábal Vélez  
[caristizabal@bolsayrenta.com](mailto:caristizabal@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 134

Felipe Escobar Navarro  
[fescobar@bolsayrenta.com](mailto:fescobar@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 145

Juan Camilo Velásquez Vásquez  
[jcvelasquez@bolsayrenta.com](mailto:jcvelasquez@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 135

Luz Stella Vargas Patiño  
[lsvargas@bolsayrenta.com](mailto:lsvargas@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 141

Rafael Ignacio López Duque  
[rilopez@bolsayrenta.com](mailto:rilopez@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 120

Lina María Angel Roldán  
[lmangel@bolsayrenta.com](mailto:lmangel@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 148

Carlos Eduardo Sánchez Gallego  
[cesanchez@bolsayrenta.com](mailto:cesanchez@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 126

Natalia Faciolince Berrocal  
[nfaciolince@bolsayrenta.com](mailto:nfaciolince@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 178

Luis Fernando Jaramillo Bolívar  
[lfjaramillo@bolsayrenta.com](mailto:lfjaramillo@bolsayrenta.com)  
574 – 448 43 00 Ext. 186