

# Recomendación: Mantener

Julio 31 de 2008

## ETB S.A. ESP

### Resultados 2T08. Actualización del modelo reduce nuestro precio objetivo y perspectivas del mercado cambian nuestra recomendación a Mantener

En el primer semestre de 2008 se registraron ingresos operacionales por \$713 mil millones, presentando una caída del 3,3% frente al 1S07. Telefonía, que representa el 91% del total de ingresos de la compañía, se incrementó en un 2,1%, y los ingresos por otros servicios de telecomunicaciones, que representan el 9% restante, decrecieron un 36,3%.

Los resultados de este semestre no fueron negativos y estuvieron dentro de lo esperado debido a la creciente competencia y la coyuntura del sector. Los ingresos por Telefonía Fija y Larga Distancia Saliente se lograron mantener muy estables a pesar de la creciente sustitución fijo-móvil. Sin embargo, Datos e Internet creció, pero sin la misma dinámica presentada en periodos anteriores, y se confirmó la fuerte tendencia decreciente de los ingresos por Larga Distancia Entrante y Cargos de Acceso.

El margen EBITDA del 1S08 se ubicó en 54,22%, superior al 48,01% obtenido en el 1S07. El EBITDA ascendió a \$386.443 millones en los primeros seis meses del año, presentando un crecimiento del 9,2% frente al 1S07 gracias al fuerte crecimiento de las depreciaciones. Además, la caída en los costos y gastos de 2,9% no alcanzó a compensar la caída en los ingresos de 3,3%, por lo que la utilidad operacional presentó una disminución de 5,1% para totalizar \$128.263 millones en este periodo.

Las cifras de resultados del año 2007 y de lo corrido de 2008, así como la incertidumbre sobre el futuro del sector de las telecomunicaciones nos llevan a cambiar varios supuestos dentro de nuestro modelo de valoración que reducen nuestro precio objetivo a \$750 por acción desde \$1.229 para Diciembre de 2008 y, que a pesar de contar con un potencial de valorización interesante, cambian nuestra recomendación de Compra a Mantener.

Balance General (Millones de COP\$)	2006	2007	2008E	2009E
Activos	4.645.924	4.675.346	5.027.058	5.116.888
Caja e Inversiones Temporales	137.968	204.026	452.490	579.714
Pasivos	2.466.975	2.371.637	2.560.338	2.506.815
Deuda Fra	786.776	697.199	777.234	664.871
Patrimonio	2.178.949	2.303.709	2.466.720	2.610.074
Valor Intrínseco (COP\$)	614,02	649,18	695,11	735,51

Estado de Resultados (Millones de COP\$)	2006	2007	2008E	2009E
Ingresos	1.553.620	1.502.299	1.473.354	1.486.270
EBITDA	784.805	790.188	813.848	832.182
Margen EBITDA	50,5%	52,6%	55,2%	56,0%
Utilidad Neta	185.706	240.789	283.405	299.227
UPA	52,33	67,85	79,86	84,32
Dividendo	23,80	36,88	43,92	50,59

Múltiplos	2006	2007	2008E	2009E
P/E	10,9	8,4	7,1	6,8
P/BV	0,9	0,9	0,8	0,8
Div. Yield	4,2%	6,5%	7,7%	8,9%
EV/EBITDA	3,7	3,7	3,6	3,5

Fuente: ETB; Cálculos: Bolsa y Renta

Para conocer las condiciones de uso y contactos comerciales favor referirse a la página 14

## INVESTIGACIÓN ACCIONES LATINOAMERICA - COLOMBIA SECTOR TELECOMUNICACIONES

Juan David Piñeros Arenas  
jdpineros@bolsayrenta.com  
574 - 448 43 00 Ext. 208

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

Carlos Eduardo González Tabares  
cegonzalez@bolsayrenta.com  
574 - 448 43 00 Ext. 170

### Información de Mercado

Precio (30 Julio 08)	\$ 570
Precio Objetivo YE 08	\$ 750
Potencial Valorización	31,5%
52-Wk Range	\$521 - \$838
Capitalización de Mercado (Millones de COP\$)	2.022.739
Acciones en Circ. (Millones de acciones)	3.549
Vol. Prom.Diario 2007 (Miles de acciones)	2.044
Vol. Prom.Diario 2008 (Miles de acciones)	2.101
Vol. Prom.Diario 2007 (Millones de COP\$)	\$ 1.633
Vol. Prom.Diario 2008 (Millones de COP\$)	\$ 1.368

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



Precios de Cierre del 30 de Julio 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.

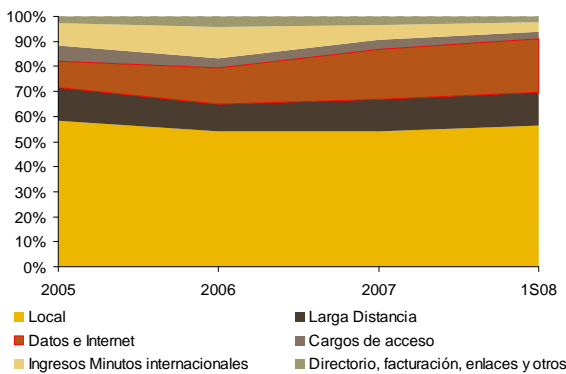
[www.bolsayrenta.com](http://www.bolsayrenta.com)

## 1. Ingresos

A pesar de no haber presentado un crecimiento tan dinámico como en periodos anteriores, la participación de los ingresos provenientes del servicio de Datos e Internet aumentó, confirmando la recomposición de los ingresos de ETB. En línea con la tendencia mundial de declive en la telefonía fija y acelerado crecimiento del servicio de Internet, el 21,6% de los ingresos de ETB en el primer semestre de 2008 provinieron de Datos e Internet, cuando al mismo semestre de 2007 éstos representaron el 19,2% del total de ingresos y en el año 2000 eran inexistentes.

Figura 2

### Mezcla de Ingresos 2005 – 1S08



Fuente: ETB

En el primer semestre de 2008 se registraron ingresos operacionales por \$713 mil millones, presentando una caída del 3,3% frente al 1S07. Los ingresos por telefonía, que representan el 91% del total de ingresos de la compañía, se incrementaron en un 2,1%. Por su parte, los ingresos por otros servicios de telecomunicaciones, que representan el 9% restante, decrecieron un 36,3%.

Figura 3

### Ingresos Jun 07 – Jun 08

	Jun-07	Jun-08	Var	% de Var
Local	401.115	401.390	276	0,1%
Larga Distancia	93.368	93.842	474	0,5%
Datos e Internet	141.229	153.698	12.469	8,8%
<b>Ingresos por Telefonía</b>	<b>635.712</b>	<b>648.931</b>	<b>13.219</b>	<b>2,1%</b>
Cargos de acceso	29.510	17.998	-11.512	-39,0%
Ingresos Minutos internacionales	59.178	28.695	-30.484	-51,5%
Directorio, facturación y otros	11.219	16.953	5.735	51,1%
<b>Ing. por Serv. Telecom.</b>	<b>99.907</b>	<b>63.646</b>	<b>-36.261</b>	<b>-36,3%</b>
<b>Ingresos Totales</b>	<b>736.936</b>	<b>712.787</b>	<b>-24.149</b>	<b>-3,3%</b>

Fuente: ETB  
Cifras en COP\$ Millones

## 1. 1 Telefonía Local

Los ingresos por Telefonía Local se mantuvieron estables durante el semestre, reflejo de los positivos resultados de la estrategia defensiva de empaquetamiento. ETB ha apostado por una estrategia de empaquetamiento que se ha focalizado en migrar clientes a planes ilimitados de voz, empaquetados con otros servicios como Internet y Larga Distancia, que le permiten a la compañía mantener sus ingresos por este servicio, en un mercado donde la tendencia es hacia la sustitución de la telefonía fija por la telefonía móvil.

Los ingresos por Telefonía Local totalizaron \$401.390 millones, lo que implica un leve aumento de 0.1% con relación al primer semestre de 2007. El resultado es muy importante debido a que en los periodos anteriores los ingresos por este servicio venían disminuyendo. Además, mantiene la base del mercado de voz para tomar provecho de su posición dominante haciendo uso de las facilidades de las redes convergentes que le permiten ofrecer más servicios en paquetes o combos.

ETB posee una base de clientes de telefonía local muy importante en Colombia. Los ingresos estimados del sector a nivel nacional por este negocio para 2007 fueron de \$2.872.000 millones, y para ETB totalizaron \$812.453 millones en ese año, lo que significa una participación nacional del 28%.

Figura 4

### Ingresos Estimados del Sector 2007

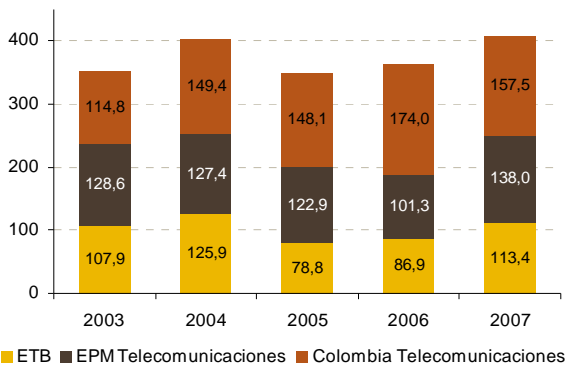
Subsector	2007
Telefonía local	2.872
Telefonía local extendida	219
Telefonía móvil rural	178
Interconexión	1.023
Otros servicios de TPBC	956
Valor agregado	2.214
Telefonía móvil	8.169
Larga distancia nacional	411
Larga distancia internacional saliente	267
Larga distancia internacional entrante	542
Trunking	128
Radio y televisión	1.186
Otros	1.778
<b>Total</b>	<b>19.943</b>

Fuente: CRT - Informe Sectorial de Telecomunicaciones No. 10 Mayo 2008  
Cifras en COP\$ miles de millones

## 1.2 Larga Distancia

**El negocio de Larga Distancia Saliente también registró un comportamiento muy estable.** Los ingresos por este servicio presentaron un crecimiento del 0,5% frente al 1S07, que lo ubica en \$93.842 millones. 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 mantener sus ingresos gracias a las estrategias de empaquetamiento y de migración de clientes hacia planes ilimitados.

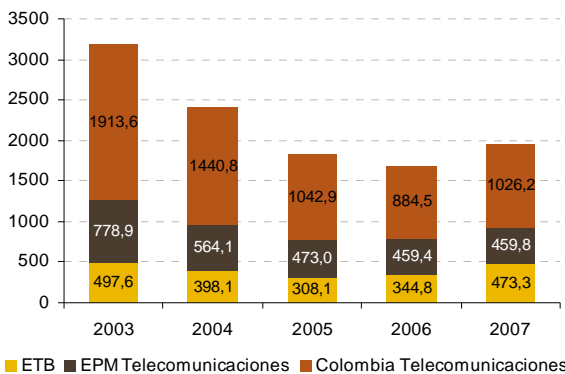
Figura 5  
**Tráfico del Mercado de LDI Saliente**



Fuente: CRT - Informe Sectorial de Telecomunicaciones No. 10 Mayo 2008  
Cifras en Millones de Minutos

**Sin embargo, el negocio de Larga Distancia Nacional en Colombia viene experimentando una reducción en el tráfico.** Este fenómeno puede explicarse por la sustitución de la telefonía fija por telefonía móvil. Igualmente, el escenario para el negocio de Larga Distancia Internacional no es muy prometedor, principalmente debido a un uso cada vez más marcado de los servicios basados en el protocolo IP (VoIP) por otras compañías y operadores.

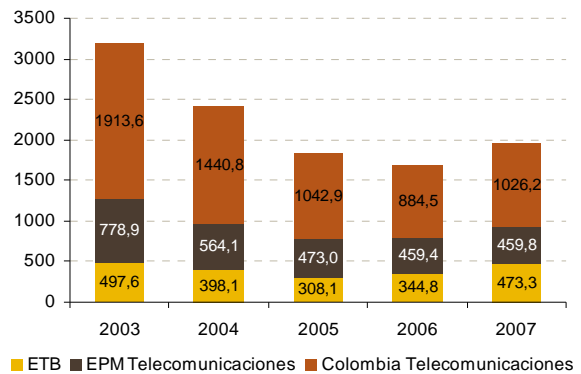
Figura 6  
**Tráfico del Mercado de LDN**



Fuente: CRT - Informe Sectorial de Telecomunicaciones No. 10 Mayo 2008  
Cifras en Millones de Minutos

**Por otro lado, confirmando la tendencia negativa mostrada en el primer trimestre, los ingresos por Larga Distancia Entrante disminuyeron 51,5%.** A Junio se obtuvieron ingresos por \$28.694, que comparados con ingresos de \$93.306 de 2006 en igual periodo, demuestran un total deterioro de este negocio para la compañía.

Figura 7  
**Tráfico del Mercado de LDI Entrante**

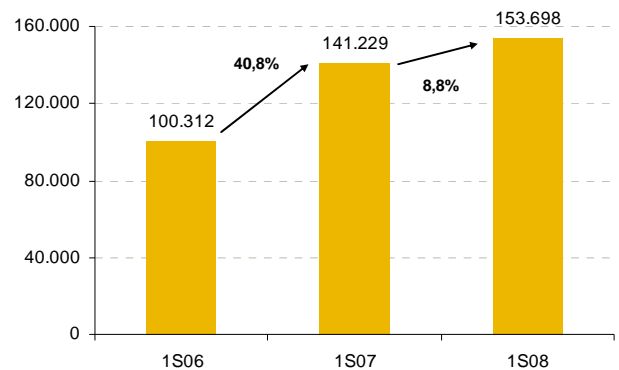


Fuente: CRT - Informe Sectorial de Telecomunicaciones No. 10 Mayo 2008  
Cifras en Millones de Minutos

## 1.3 Datos e Internet

**A Junio de 2008, Datos e Internet presentó un crecimiento menos dinámico que en el año pasado.** El primer semestre cerró con un crecimiento del 8,8%, lo que implica que los ingresos por este servicio ascendieron a \$153.698 millones, situación diferente al año pasado, donde se presentó un incremento del 40,8%.

Figura 8  
**Ingresos Semestrales Datos e Internet**



Fuente: ETB  
Cifras en COP\$ Millones

Como se mencionó anteriormente, los ingresos por el servicio de Datos e Internet cada vez tienen un mayor peso dentro de todas las líneas de negocio de la compañía. Para el mediano y largo plazo se espera que esta recomposición continúe debido a la creciente penetración de Internet en Colombia y al declive del mercado de Telefonía Local y de Larga Distancia. Sin embargo, las altas tasas de crecimiento presentadas en años anteriores ya empiezan a ser más moderadas.

De igual forma, ETB ha aprovechado su amplia infraestructura de telefonía fija para ofrecer sus servicios de Internet y Datos por medio de la tecnología xDSL. Este medio de acceso ha tenido un importante crecimiento en Colombia y ha permitido a ETB aumentar sus ingresos trimestre a trimestre por medio de los paquetes de servicios convergentes.

Figura 9

### Acceso Suscriptores Internet en Colombia

Medio de Acceso	Dic-06	Dic-07	Variac. %
Acceso conmutado	259.707	174.383	-32,9%
xDSL	324.478	693.133	113,6%
Cable	260.138	428.587	64,8%
WiMAX e inalámbricos	23.179	53.088	129,0%
Otros	20.282	32.282	59,2%
<b>Total Suscriptores</b>	<b>887.784</b>	<b>1.381.473</b>	<b>55,6%</b>

Fuente: CRT - Informe Sectorial de Telecomunicaciones No. 10 Mayo 2008  
Cifras en número de suscriptores

### 1.4 Cargos de Acceso

Al igual que los ingresos por Larga Distancia Entrante, los ingresos por Cargos de Acceso también tuvieron una contracción considerable. Para el primer semestre de 2008 los cargos de acceso sumaron \$17.998 millones que se traducen en una caída del 39% con respecto al mismo semestre de 2007.

Un factor que pudo haber afectado en este sentido es la regulación. La Resolución 1763 de 2007 de la CRT estableció valores máximos, por uso y por capacidad, para los cargos de acceso a las redes de los operadores de telefonía pública básica conmutada local. Esto llevó a que a partir de Diciembre de 2007 las relaciones de interconexión tuvieran que pactar precios según los máximos establecidos.

## 2. Costos y Gastos

Los costos y gastos presentaron una caída del 2,9%. La disminución de \$17 mil millones en los costos y gastos está explicada por la reducción de \$24 mil millones en los gastos gestionables, lo que habla del éxito que ha tenido la empresa en la administración eficiente de los recursos, y la fuerte caída en \$33 mil millones de los cargos de acceso, que compensaron la subida en \$39 mil millones de las provisiones.

Los gastos gestionables presentaron una disminución del 7,8%. 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, mantenimiento y materiales e impuestos, que en conjunto disminuyeron alrededor de \$25 mil millones.

Figura 10

### Costos y Gastos

	2S07	2S08	Var (\$)	Var (%)
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>601.800</b>	<b>584.524</b>	<b>-17.276</b>	<b>-2,9%</b>
<b>Cargos de Acceso</b>	<b>75.812</b>	<b>42.985</b>	<b>-32.827</b>	<b>-43,3%</b>
Depreciación	106.046	137.900	31.854	30,0%
Amortización	40.425	39.583	-843	-2,1%
Provisiones	72.227	80.698	8.471	11,7%
<b>Deprec. Amortización y Provisión</b>	<b>218.698</b>	<b>258.180</b>	<b>39.482</b>	<b>18,1%</b>
Personal	118.493	110.099	-8.395	-7,1%
Publicidad y Promoción	14.938	12.696	-2.242	-15,0%
Mantenimiento y Materiales	36.481	30.354	-6.128	-16,8%
Call Center y otros	31.497	31.371	-126	-0,4%
Contribuciones	10.110	9.401	-710	-7,0%
Seguros	8.387	6.674	-1.713	-20,4%
Alquiler	17.628	16.702	-925	-5,2%
Servicios Públicos	9.023	12.149	3.126	34,6%
Impuestos	24.627	13.715	-10.912	-44,3%
Entrega de Facturas y procesamiento	4.583	5.468	884	19,3%
Honorarios	8.569	10.523	1.955	22,8%
Vigilancia	4.769	5.441	672	14,1%
Arrendamiento	10.180	10.856	676	6,6%
Otros	8.005	7.910	-96	-1,2%
<b>Gestionables</b>	<b>307.290</b>	<b>283.358</b>	<b>-23.932</b>	<b>-7,8%</b>

Fuente: ETB  
Cifras en COP\$ Millones

## 3. EBITDA y Margen EBITDA

El margen EBITDA del 1S08 se ubicó en 54,22%, superior al 48,01% obtenido en el 1S07. El EBITDA ascendió a \$386.443 millones en los primeros seis meses del año, presentando un crecimiento del 9,2% en comparación con el 1S07 gracias al fuerte crecimiento de las depreciaciones. Además, la caída en los costos y gastos de 2,9% no alcanzó a compensar la caída en los ingresos de 3,3%, por lo que la utilidad operacional presentó una disminución de 5,1% para totalizar \$128.263 millones en este periodo.

Figura 11

### Margen EBITDA

	Jun 07	Jun 08	Variac. %
Ingresos	736.936	712.787	-3,3%
EBIT	135.136	128.263	-5,1%
Depreciaciones	106.046	137.900	30,0%
Amortizaciones	40.425	39.583	-2,1%
Provisiones	72.227	80.698	11,7%
<b>EBITDA</b>	<b>353.834</b>	<b>386.443</b>	<b>9,22%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>48,01%</b>	<b>54,22%</b>	<b>12,92%</b>

Fuente: ETB. Cálculos Bolsa y Renta.  
Cifras en COP\$ Millones

## 4. Utilidad Neta

La Utilidad Neta alcanzó \$61.174 millones, un 1,4% por encima del resultado del 1S07. El incremento en la utilidad se presenta principalmente por las recuperaciones que pasan de \$19 mil millones en el 1S07 a \$38 mil millones en el 1S08 y a la neutralización del gasto por diferencia en cambio.

Figura 12

### Utilidad Neta

	1S07	1S08	Var (\$)	Var (%)
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>135.136</b>	<b>128.263</b>	<b>-6.873</b>	<b>-5,1%</b>
<b>Margen Operacional</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,0%</b>		
Intereses Financieros	17.646	19.813	2.167	12,3%
Recuperaciones	19.249	37.967	18.717	97,2%
Otros	52.900	54.042	1.141	2,2%
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	<b>89.796</b>	<b>111.822</b>	<b>22.025</b>	<b>24,5%</b>
<b>PENSIONES DE JUBILACION</b>	<b>-75.784</b>	<b>-82.362</b>	<b>-6.578</b>	<b>8,7%</b>
Intereses Financieros	-15.960	-14.827	1.134	-7,1%
Otros	-35.985	-48.336	-12.351	34,3%
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>	<b>-51.946</b>	<b>-63.162</b>	<b>-11.217</b>	<b>21,6%</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-7.631	745	8.376	-109,8%
Utilidad por Corrección Monetaria	1.393	1.701	307	22,1%
<b>OTROS INGRESOS Y GASTOS</b>	<b>-6.238</b>	<b>2.446</b>	<b>8.683</b>	<b>-139,2%</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA</b>	<b>97.202</b>	<b>94.560</b>	<b>-2.642</b>	<b>-2,7%</b>
Provisión Imporrenta	-30.636	-35.832	-5.195	17,0%
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>60.328</b>	<b>61.174</b>	<b>846</b>	<b>1,4%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,6%</b>		

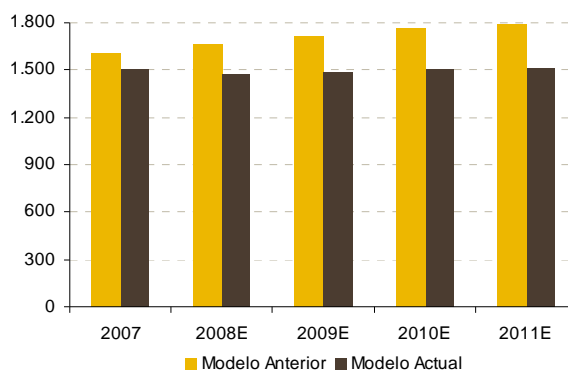
Fuente: ETB  
Cifras en COP\$ Millones

## 5. Valoración

Las cifras de resultados del año 2007 y de lo corrido de 2008, así como las nuevas perspectivas del sector de las telecomunicaciones nos llevan a cambiar varios supuestos dentro de nuestro modelo de valoración. Debido a las estimaciones de ingresos más altas que los ingresos efectivos para 2007, la base para la proyección no estaba ajustada a la realidad, y por lo tanto sobreestimaba los flujos futuros, lo que causaba un precio por acción más alto.

Figura 13

### Ingresos Operacionales Esperados



Fuente: Cálculos Bolsa Y Renta  
Cifras en COP\$ Millones

Igualmente, se ha presentado una fuerte disminución en los ingresos por Larga Distancia Entrante y Cargos de Acceso. Estos rubros tenían una participación importante de los ingresos en años anteriores, 16,4% en 2006 contra 6,6% en lo corrido de 2008.

Adicionalmente, se advierte un nuevo escenario de alta competencia por la entrada de diferentes jugadores al sector de las telecomunicaciones. Sólo en la ciudad de Bogotá, donde ETB tenía una posición claramente dominante, la situación es menos favorable debido a la fuerte entrada de la competencia que ha conseguido una parte importante del mercado.

Muy seguramente este factor ha afectado el crecimiento de los ingresos por el servicio de Datos e Internet, en el cual estaba fundamentado el crecimiento de la compañía. A pesar de mostrar un incremento en el semestre del 8,8%, la dinámica de crecimiento es mucho menor a la de periodos anteriores. Sin embargo, la prestación de otros servicios de valor agregado usando las redes de próxima generación podría compensar este bajo dinamismo en el futuro

Por otro lado, en el modelo anterior, el valor terminal estaba valorado en un múltiplo de 4,5 veces el EBITDA del año 2011, pero la disminución en el promedio del múltiplo EV/EBITDA de los pares latinoamericanos también nos llevó a replantear este supuesto. Actualmente las compañías similares se encuentran en un múltiplo EV/EBITDA 2008 promedio de 3,6, y el valor terminal del nuevo modelo fue calculado con el EBITDA del año 2012.

Figura 14

### Múltiplos Compañías Similares en LatAm

Compañía	EV/EBITDA 2008	EV/EBITDA 2009	P/E 08	P/E09	Upside
Brasil Telecom	3,4	2,6	8,1	5,5	12%
Oi (Telemar)	2,7	2,0	8,4	15,8	17%
Telecom Argentina	2,7	2,4	7,4	6,2	17%
Telesp	4,0	3,6	9,7	8,0	7%
Telmex	5,2	5,5	9,5	9,0	2%
<b>Promedio LatAm</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>11%</b>

Fuente: Goldman Sachs

Sin embargo, es importante resaltar que los resultados del primer semestre no son la única razón por la cual estamos modificando nuestros supuestos de valoración. Los resultados de este semestre, aunque no fueron negativos, muestran las verdaderas condiciones actuales de competencia y coyuntura en el sector de las telecomunicaciones, tanto en Colombia como a nivel Latinoamericano, donde las perspectivas son similares.

Hace algunos años, las compañías de telecomunicaciones habían mostrado un potencial de valor muy interesante. Actualmente, la entrada de competidores, la desaparición de monopolios que permitían obtener economías de escala y el constante cambio en las tecnologías han establecido un gran reto para estas compañías. Los casos exitosos han estado fundamentados en la capacidad de adaptación y asimilación de las nuevas condiciones del mercado.

Los cambios mencionados nos llevan a obtener un precio objetivo de \$750 por acción para Diciembre de 2008. Esto representa una disminución del 39% con respecto a nuestro precio objetivo anterior de \$1.229.

A pesar de contar todavía con un potencial de valorización interesante del 31%, la incertidumbre sobre el futuro del sector de telecomunicaciones nos llevan a cambiar nuestra recomendación de Compra a Mantener. En tanto la compañía logre confirmar la adaptación a las nuevas condiciones del mercado y pueda incursionar en la prestación de otros servicios en los que pueda sustentar su crecimiento, reevaluaríamos nuestra recomendación sobre la acción.

Figura 15

**ESTADO DE RESULTADOS SEMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	1S07	1S08	Variación	% de Var
Local	401.115	401.390	276	0,07%
Larga Distancia	93.368	93.842	474	0,51%
Datos e Internet	141.229	153.698	12.469	8,83%
<b>INGRESOS POR TELEFONIA*</b>	<b>635.712</b>	<b>648.931</b>	<b>13.219</b>	<b>2,08%</b>
Cargos de acceso	29.510	17.998	-11.512	-39,01%
Ingresos Minutos internacionales	59.178	28.695	-30.484	-51,51%
Directorio, facturación, enlaces y otros**	11.219	16.953	5.735	51,12%
<b>OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOMUN.</b>	<b>99.907</b>	<b>63.646</b>	<b>-36.261</b>	<b>-36,30%</b>
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>736.936</b>	<b>712.787</b>	<b>-24.149</b>	<b>-3,28%</b>
Personal	-118.493	-110.099	-8.395	-7,08%
Depreciación	-106.046	-137.900	31.854	30,04%
Cargos de Acceso y capacidad de transporte	-75.812	-42.985	-32.827	-43,30%
Amortización	-40.425	-39.583	-843	-2,08%
Publicidad y Promoción	-14.938	-12.696	-2.242	-15,01%
Provisiones	-72.227	-80.698	8.471	11,73%
Mantenimiento y Materiales	-36.481	-30.354	-6.128	-16,80%
Call Center y otros	-31.497	-31.371	-126	-0,40%
Contribuciones	-10.110	-9.401	-710	-7,02%
Seguros	-8.387	-6.674	-1.713	-20,42%
Alquiler	-17.628	-16.702	-925	-5,25%
Servicios Públicos	-9.023	-12.149	3.126	34,64%
Impuestos	-24.627	-13.715	-10.912	-44,31%
Entrega de Facturas y procesamiento	-4.583	-5.468	884	19,30%
Honorarios	-8.569	-10.523	1.955	22,81%
Vigilancia	-4.769	-5.441	672	14,09%
Arrendamiento	-10.180	-10.856	676	6,64%
Otros	-8.005	-7.910	-96	-1,19%
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-601.800</b>	<b>-584.524</b>	<b>-17.276</b>	<b>-2,87%</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>135.136</b>	<b>128.263</b>	<b>-6.873</b>	<b>-5,09%</b>
<b>Margen Operacional</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>		
Intereses Financieros	17.646	19.813	2.167	12,28%
Recuperaciones	19.249	37.967	18.717	97,24%
Otros	52.900	54.042	1.141	2,16%
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	<b>89.796</b>	<b>111.822</b>	<b>22.025</b>	<b>24,53%</b>
<b>PENSIONES DE JUBILACION</b>	<b>-75.784</b>	<b>-82.362</b>	<b>6.578</b>	<b>8,68%</b>
Intereses Financieros	-15.960	-14.827	-1.134	-7,10%
Perdida por el metodo de participacion	0	0	0	0,00%
Otros	-35.985	-48.336	12.351	34,32%
<b>GASTOS NO OPERACIONALES</b>	<b>-51.946</b>	<b>-63.162</b>	<b>-11.217</b>	<b>21,59%</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-7.631	745	-8.376	-109,76%
Utilidad por Corrección Monetaria	1.393	1.701	307	22,05%
<b>OTROS INGRESOS Y GASTOS</b>	<b>-6.238</b>	<b>2.446</b>	<b>8.683</b>	<b>-139,21%</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA</b>	<b>90.964</b>	<b>97.006</b>	<b>6.042</b>	<b>6,64%</b>
Provisión Imponenta	-30.636	-35.832	5.195	16,96%
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>60.328</b>	<b>61.174</b>	<b>846</b>	<b>1,40%</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,6%</b>		

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 16

**BALANCE GENERAL TRIMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	1T07	2T07	3T07	4T07	1T08	2T08
<b>Activos</b>						
Disponible e Inversiones Temporales	203.653	113.304	189.547	204.026	164.941	85.539
Cartera Comercial	456.255	436.009	412.178	371.259	354.047	405.843
Deudores varios	107.968	118.431	126.646	145.936	146.898	150.099
Inventarios	10.214	9.131	12.866	13.993	14.958	14.420
Gastos pagados por anticipado	22.097	18.399	12.442	14.745	16.656	14.320
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>800.187</b>	<b>695.274</b>	<b>753.679</b>	<b>749.959</b>	<b>697.500</b>	<b>670.221</b>
<b>NO CORRIENTE</b>						
Propiedad planta y equipo	1.806.635	1.828.644	1.846.322	1.917.895	1.908.892	1.936.877
Inversiones a largo plazo	153.101	156.360	178.978	173.982	185.908	172.211
Deudores	403.680	356.287	373.090	377.469	364.919	367.981
Fondo pasivo pensional	616.881	629.856	657.455	676.462	687.057	703.170
Intangibles	164.279	166.154	162.722	171.367	162.972	173.511
Diferidos	420.009	431.931	391.582	342.092	347.235	354.225
Obras en propiedad ajena y otros activos	21.125	21.647	22.222	23.200	24.045	27.718
Valorizaciones	248.287	248.263	248.381	242.920	245.192	243.186
<b>Total Activo No Corriente</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>3.978.878</b>
<b>Total Activo</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>4.649.100</b>
<b>Pasivos</b>						
Obligaciones Financieras Nacionales	38.831	20.577	40.590	33.750	33.780	101.881
Operadores y Proveedores	134.513	123.756	134.216	131.129	113.043	144.568
Deuda pública externa	1.990	3.739	1.757	3.671	1.523	3.449
Dividendos Decretados	86.410	1.954	1.955	1.955	132.844	1.954
Acreedores varios	98.409	83.646	122.994	132.706	86.213	84.394
Impuestos, pensiones y otros	335.700	361.556	390.274	343.888	356.935	400.652
Recaudo a favor de terceros y otros	79.998	56.454	60.213	85.634	89.811	81.538
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>775.850</b>	<b>651.682</b>	<b>751.999</b>	<b>732.733</b>	<b>814.148</b>	<b>818.436</b>
<b>LARGO PLAZO</b>						
Obligaciones Financieras Nacionales	237.500	240.357	219.732	206.607	156.607	156.607
Deuda pública Externa	505	414	427	546	409	471
Pensiones de Jubilación - Apropiado	847.152	848.587	850.021	847.823	852.114	856.405
Cesantías	8.305	8.205	8.074	9.477	8.156	7.318
Contingencias	345.321	368.351	371.012	341.793	346.142	354.468
Corrección monetaria y diferidos	320.104	265.375	224.925	232.659	234.975	232.446
<b>Total Pasivo Largo Plazo</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>1.607.715</b>
<b>Total Pasivo</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>	<b>2.426.151</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	872.240	872.240	872.240	872.240	982.140	982.140
Revalorización del Patrimonio	706.630	706.630	689.444	683.775	678.062	672.348
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	247.926	248.263	248.381	242.920	245.318	243.302
Resultados de Ejercicios anteriores	0	0	0	0	0	0
Resultado del Presente Ejercicio	8.668	60.328	134.193	240.789	41.666	61.174
<b>Patrimonio</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>2.222.948</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</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>4.649.100</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 17

**EBITDA Y MARGEN EBITDA TRIMESTRAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	<b>1T07</b>	<b>2T07</b>	<b>3T07</b>	<b>4T07</b>	<b>1T08</b>	<b>2T08</b>
Local	189.254	211.861	203.474	212.341	200.294	201.096
Larga Distancia	43.057	50.311	48.906	49.287	44.403	49.439
Datos e Internet	65.109	76.120	73.383	81.289	67.981	85.717
<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>	<b>336.252</b>
Cargos de acceso	14.528	14.983	11.684	17.414	10.139	7.858
Ingresos Minutos internacionales	36.190	22.988	17.669	8.811	16.545	12.150
Directorio, facturación, enlaces y otros	4.196	7.023	20.844	21.580	5.430	11.524
<b>OTROS INGRESOS POR SERV. TELECC</b>	<b>54.914</b>	<b>44.994</b>	<b>50.196</b>	<b>47.804</b>	<b>32.114</b>	<b>31.532</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>367.904</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>-299.581</b>
<b>EBIT</b>	<b>56.319</b>	<b>78.817</b>	<b>144.895</b>	<b>80.765</b>	<b>59.940</b>	<b>68.323</b>
Depreciación	51.416	54.630	53.150	59.146	56.795	81.105
Amortización	19.233	21.192	20.860	22.753	19.096	20.486
Provisiones	32.075	40.152	19.202	35.584	53.543	27.156
<b>EBITDA</b>	<b>159.043</b>	<b>194.791</b>	<b>238.107</b>	<b>198.248</b>	<b>189.374</b>	<b>197.069</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>	<b>53,57%</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 18

**ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Telefonía Local	812.453	804.329	788.242	772.477	757.028	741.887
Total LD Entrante y Saliente	277.219	227.335	209.974	201.432	195.860	192.290
Datos e internet	295.901	325.491	358.040	393.844	421.413	450.912
Cargos de acceso	58.608	35.165	33.407	33.407	33.407	33.407
Directorio y otros	53.642	81.034	96.608	100.619	105.956	106.769
<b>Total Ingresos</b>	<b>1.502.299</b>	<b>1.473.354</b>	<b>1.486.270</b>	<b>1.501.780</b>	<b>1.513.664</b>	<b>1.525.265</b>
<b>Costo de Ventas</b>	<b>-846.411</b>	<b>-847.179</b>	<b>-839.743</b>	<b>-840.997</b>	<b>-847.652</b>	<b>-854.148</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>655.887</b>	<b>626.175</b>	<b>646.528</b>	<b>660.783</b>	<b>666.012</b>	<b>671.116</b>
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>-295.092</b>	<b>-265.204</b>	<b>-274.960</b>	<b>-277.829</b>	<b>-280.028</b>	<b>-282.174</b>
<b>EBIT</b>	<b>360.796</b>	<b>360.972</b>	<b>371.568</b>	<b>382.954</b>	<b>385.984</b>	<b>388.942</b>
<b>Margen EBIT</b>	<b>24,0%</b>	<b>24,5%</b>	<b>25,0%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>	<b>25,5%</b>
Pensiones y aportes al ISS	-137.424	-130.000	-130.000	-130.000	-130.000	-130.000
Otros Ingresos (Gastos) Neto	91.869	79.678	85.275	96.252	110.290	122.595
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>331.633</b>	<b>390.327</b>	<b>412.118</b>	<b>445.457</b>	<b>476.564</b>	<b>504.132</b>
<b>Total Impuesto Renta</b>	<b>-90.844</b>	<b>-106.922</b>	<b>-112.891</b>	<b>-122.023</b>	<b>-130.544</b>	<b>-138.096</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>240.789</b>	<b>283.405</b>	<b>299.227</b>	<b>323.434</b>	<b>346.019</b>	<b>366.036</b>
<b>Margen Neto</b>	<b>16,0%</b>	<b>19,2%</b>	<b>20,1%</b>	<b>21,5%</b>	<b>22,9%</b>	<b>24,0%</b>
<b>EBIT</b>	<b>360.796</b>	<b>360.972</b>	<b>371.568</b>	<b>382.954</b>	<b>385.984</b>	<b>388.942</b>
Depreciaciones	218.342	258.916	273.688	266.837	261.225	266.115
Amortizaciones	84.038	71.645	52.498	39.212	30.035	23.740
Provisiones	127.013	122.316	134.430	145.350	155.556	165.391
<b>EBITDA</b>	<b>790.188</b>	<b>813.848</b>	<b>832.182</b>	<b>834.352</b>	<b>832.800</b>	<b>844.189</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>52,6%</b>	<b>55,2%</b>	<b>56,0%</b>	<b>55,6%</b>	<b>55,0%</b>	<b>55,3%</b>

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 19

**BALANCE GENERAL PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Activos</b>					
Disponible e Inversiones Temporales	452.490	579.714	750.808	893.327	1.045.011
Cartera Comercial	372.612	375.878	379.801	382.806	385.836
Deudores varios y recaudo de terceros	146.468	147.752	149.293	150.475	151.666
Inventarios	14.044	14.168	14.315	14.429	14.543
Gastos pagados por anticipado	14.799	14.929	15.084	15.204	15.324
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>1.000.413</b>	<b>1.132.441</b>	<b>1.309.302</b>	<b>1.456.241</b>	<b>1.612.380</b>
Propiedad planta y equipo	2.027.318	1.976.571	1.935.000	1.900.825	1.848.247
Inversiones a largo plazo	173.033	183.535	194.037	204.540	215.042
Deudores	1.109.775	1.152.138	1.197.042	1.244.641	1.295.096
Intangibles	124.384	91.756	69.187	53.624	42.959
Diferidos	349.215	337.529	329.457	323.920	320.164
Valorizaciones	242.920	242.920	242.920	242.920	242.920
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>4.026.645</b>	<b>3.984.448</b>	<b>3.967.643</b>	<b>3.970.470</b>	<b>3.964.426</b>
<b>Total Activo</b>	<b>5.027.058</b>	<b>5.116.888</b>	<b>5.276.946</b>	<b>5.426.711</b>	<b>5.576.806</b>
<b>Pasivos</b>					
Oblig. Financieras Nacionales	103.750	33.750	33.750	33.750	33.750
Operadores y Proveedores	135.291	136.477	137.901	138.993	140.093
Dividendos Decretados	-	-	-	-	-
Acreedores varios	133.190	134.357	135.759	136.834	137.916
Impuesto sobre la renta	66.653	85.901	95.201	103.366	106.617
IVA, IyC, Otros	47.627	48.045	48.546	48.930	49.318
Obligaciones Laborales	21.335	21.522	21.747	21.919	22.093
Pensiones de Jubilación	119.831	119.831	119.831	119.831	119.831
Provisiones y Contingencias	158.122	152.392	155.699	158.790	161.768
Otros pasivos	85.634	85.634	85.634	85.634	85.634
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>871.433</b>	<b>817.910</b>	<b>834.069</b>	<b>848.047</b>	<b>857.019</b>
Obligaciones Financieras Nacionales	256.607	256.607	256.607	256.607	256.607
Deuda pública Externa	546	546	546	546	546
Pensiones de Jubilación - Apropiado	847.823	847.823	847.823	847.823	847.823
Cesantías	9.477	9.477	9.477	9.477	9.477
Contingencias	341.793	341.793	341.793	341.793	341.793
Otros pasivos	232.659	232.659	232.659	232.659	232.659
<b>Total Pasivo Largo Plazo</b>	<b>1.688.905</b>	<b>1.688.905</b>	<b>1.688.905</b>	<b>1.688.905</b>	<b>1.688.905</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>2.560.338</b>	<b>2.506.815</b>	<b>2.522.974</b>	<b>2.536.952</b>	<b>2.545.924</b>
Capital	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
Reservas	992.634	1.120.167	1.239.858	1.353.060	1.474.166
Revalorización del Patrimonio	683.775	683.775	683.775	683.775	683.775
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	242.920	242.920	242.920	242.920	242.920
Resultado del Presente Ejercicio	283.405	299.227	323.434	346.019	366.036
<b>Patrimonio</b>	<b>2.466.720</b>	<b>2.610.074</b>	<b>2.753.972</b>	<b>2.889.759</b>	<b>3.030.882</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>5.027.058</b>	<b>5.116.888</b>	<b>5.276.946</b>	<b>5.426.711</b>	<b>5.576.806</b>
Valor Intrínseco (COP\$)	695,11	735,51	776,06	814,32	854,09

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 20

**FLUJO DE CAJA PROYECTADO ANUAL**

(Cifras en Millones de COP\$)

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
EBIT	176	10.596	11.386	3.031	2.958
Depreciaciones	40.574	14.772	-6.851	-5.612	4.890
Amortizaciones	-12.393	-19.147	-13.286	-9.177	-6.294
Provisiones	-4.697	12.114	10.920	10.206	9.835
<b>EBITDA</b>	<b>23.660</b>	<b>18.334</b>	<b>2.170</b>	<b>-1.552</b>	<b>11.389</b>
(Aum) Dism Cartera Comercial	-1.353	-3.267	-3.922	-3.006	-3.029
(Aum) Dism Deudores varios y recaudo de terceros	-532	-1.284	-1.542	-1.181	-1.191
(Aum) Dism Inventarios	-51	-123	-148	-113	-114
(Aum) Dism Gastos pagados por anticipado	-54	-130	-156	-119	-120
Aum (Dism) Operadores y Proveedores	491	1.186	1.424	1.091	1.100
Aum (Dism) Acreedores varios	484	1.168	1.402	1.074	1.083
Aum (Dism) IVA, IyC, Otros	173	418	501	384	387
Aum (Dism) Obligaciones Laborales	77	187	225	172	173
<b>(Aum) Dism en el KTNO</b>	<b>-764</b>	<b>-1.845</b>	<b>-2.216</b>	<b>-1.698</b>	<b>-1.711</b>
(Aum) Dism Propiedad planta y equipo	-149.996	35.975	48.421	39.787	47.688
(Aum) Dism Inversiones a largo plazo	950	-10.502	-10.502	-10.502	-10.502
(Aum) Dism Valorizaciones	-	-	-	-	-
(Aum) Dism Intangibles	-5.757	-6.016	-6.295	-6.546	-6.810
(Aum) Dism Diferidos	-2.829	-2.167	-2.275	-2.389	-2.508
<b>Capex y Aumento de Inversiones</b>	<b>-157.632</b>	<b>17.290</b>	<b>29.348</b>	<b>20.350</b>	<b>27.867</b>
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Impuesto sobre la renta	56.562	19.248	9.300	8.165	3.250
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Provisiones y Contingencias	12.868	-5.730	3.307	3.091	2.978
Aum (Dism) Otros pasivos	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Deuda pública Externa	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Pensiones de Jubilación - Apropiado	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Cesantías	-	-	-	-	-
Aum (Dism) Contingencias	4.697	-12.114	-10.920	-10.206	-9.835
<b>Aum (Dism) Fuentes de Financiación</b>	<b>74.127</b>	<b>1.404</b>	<b>1.687</b>	<b>1.049</b>	<b>-3.606</b>
<b>Utilidad No Operacional</b>	<b>-50.322</b>	<b>-44.725</b>	<b>-33.748</b>	<b>-19.710</b>	<b>-7.405</b>
<b>Impuestos del Período</b>	<b>-106.922</b>	<b>-112.891</b>	<b>-122.023</b>	<b>-130.544</b>	<b>-138.096</b>
<b>Pago de Dividendos</b>	<b>-122.350</b>	<b>-155.873</b>	<b>-179.536</b>	<b>-210.232</b>	<b>-224.913</b>
<b>Aum (Dism) Obligaciones Financieras</b>	<b>120.000</b>	<b>-70.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Aum (Dism) Fondo Pensional</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Capitalización Intereses Fondo Pensional</b>	<b>-39.965</b>	<b>-42.363</b>	<b>-44.904</b>	<b>-47.599</b>	<b>-50.455</b>
<b>(Aum) dism Disponible e Inv Temporales</b>	<b>248.464</b>	<b>127.224</b>	<b>171.094</b>	<b>142.519</b>	<b>151.684</b>
<b>Disponible e Inv Temporales inicial</b>	<b>204.026</b>	<b>452.490</b>	<b>579.714</b>	<b>750.808</b>	<b>893.327</b>
<b>Disponible e Inv Temporales final</b>	<b>452.490</b>	<b>579.714</b>	<b>750.808</b>	<b>893.327</b>	<b>1.045.011</b>

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

Figura 21  
**VALORACIÓN**

(Millones de pesos)	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Ingresos Operacionales</b>	<b>1.473.354</b>	<b>1.486.270</b>	<b>1.501.780</b>	<b>1.513.664</b>	<b>1.525.265</b>
Crecimiento %	-1,9%	0,9%	1,0%	0,8%	0,8%
<b>Costo de Ventas</b>	<b>-847.179</b>	<b>-839.743</b>	<b>-840.997</b>	<b>-847.652</b>	<b>-854.148</b>
Margen Bruto	42,5%	43,5%	44,0%	44,0%	44,0%
<b>Gastos Operacionales</b>	<b>-847.179</b>	<b>-839.743</b>	<b>-840.997</b>	<b>-847.652</b>	<b>-854.148</b>
Gastos Oper. / Ventas	18,0%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%
<b>EBIT</b>	<b>360.972</b>	<b>371.568</b>	<b>382.954</b>	<b>385.984</b>	<b>388.942</b>
Margen EBIT	24,5%	25,0%	25,5%	25,5%	25,5%
<b>Deprec. Amort y Provis</b>	<b>452.876</b>	<b>460.615</b>	<b>451.398</b>	<b>446.816</b>	<b>455.247</b>
Depreci. y Amort. / Ventas	30,7%	31,0%	30,1%	29,5%	29,8%
<b>EBITDA</b>	<b>813.848</b>	<b>832.182</b>	<b>834.352</b>	<b>832.800</b>	<b>844.189</b>
Margen EBITDA	55,2%	56,0%	55,6%	55,0%	55,3%
<b>- Impuestos</b>	<b>-119.121</b>	<b>-122.617</b>	<b>-126.375</b>	<b>-127.375</b>	<b>-128.351</b>
Impuestos / Ventas	-8,1%	-8,3%	-8,4%	-8,4%	-8,4%
<b>- Incremento KTNO</b>	<b>-764</b>	<b>-1.845</b>	<b>-2.216</b>	<b>-1.698</b>	<b>-1.657</b>
Incremento KTNO / Ventas	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
<b>- Capex</b>	<b>-368.338</b>	<b>-222.941</b>	<b>-225.267</b>	<b>-227.050</b>	<b>-213.537</b>
Capex / Ventas	-25,0%	-15,0%	-15,0%	-15,0%	-14,0%
<b>= FCL</b>	<b>325.625</b>	<b>484.779</b>	<b>480.495</b>	<b>476.678</b>	<b>500.644</b>
FCL / Ventas	22,1%	32,6%	32,0%	31,5%	32,8%
Crecimiento FCL		48,9%	-0,9%	-0,8%	5,0%

Supuestos	Ke
Risk Free Rate + Riesgo Pais	6,10%
Beta	1,1
Risk Premium	6,0%
Ke (US\$)	12,7%
Dev LP	2,5%
<b>Ke (\$)</b>	<b>15,5%</b>

Supuestos	WACC
D/(D+E)	39%
E/(D+E)	61%
Kd	12,6%
Ke	15,5%
Tasa Impositiva	33,0%
<b>WACC</b>	<b>12,7%</b>

VPN FCL 2008 - 2012	1.554.899
VPN Valor de Continuidad	1.650.055
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3.204.954</b>
+ Disponible e Inver. Temp.	204.026
+ Inversiones Permanentes	377.903
<b>= Valor Activos</b>	<b>3.786.884</b>
(-) Pasivos Financieros	240.357
(-) Pasivos Laborales Netos	437.612
(-) Provisiones y Contingencias	487.046
(-) Otros Pasivos	318.293
<b>(-) Total Pasivos</b>	<b>1.483.309</b>
<b>= Equity Operación</b>	<b>2.303.575</b>
# Acciones	3.549
<b>Precio Objetivo Operación 2007</b>	<b>649</b>
Ke	15,5%
<b>Precio Objetivo Operación 2008E</b>	<b>750</b>
<b>Precio Objetivo Operación 2009E</b>	<b>865</b>
Precio (30 Julio 08)	570
<b>Upside</b>	<b>31,5%</b>

---

## 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