

Recomendación: Mantener

Mayo 11 de 2009

ETB S.A. ESP

Resultados 1T09. En línea con nuestras proyecciones. El precio de la acción ya refleja beneficios de una alianza con un socio estratégico.

Datos e Internet continúa su senda de crecimiento, pero apenas alcanza a compensar la disminución de las otras líneas, haciendo que los ingresos disminuyan un 0,2% frente al 1T08. El EBITDA presenta una caída del 11,9% frente al 1T08, debido al crecimiento de los costos y gastos gestionables. Por su parte el Margen EBITDA se ubicó en el 48,5%, disminuyendo frente al 54,9% del año anterior. La Utilidad Neta cerró el trimestre en \$49.927 millones, beneficiándose del resultado de otros ingresos y gastos.

No encontramos sorpresas significativas en los resultados. Los ingresos del 1T09 se encontraron un 2,9% por debajo de nuestras estimaciones, mientras que el EBITDA lo hizo en un 3,5%, el Margen EBITDA si fue muy similar al que presupuestábamos.

Actualmente la acción se negocia a un valor superior al precio justo de la compañía bajo las condiciones actuales. Es decir, considerando que la compañía continuara en el mercado sin asociarse. Estimamos que la acción podría negociarse hasta los \$900 por acción, si se disminuye el Capex actual en un 30% y si se le asigna al valor terminal un Múltiplo EV/EBITDA de 5,5x.

Creemos que ya no es momento de tener una postura de Compra frente a la acción, debido a que ya está reflejando parte de los beneficios que podría obtener ETB con un socio estratégico y no bajo la situación actual. A los clientes en los que la acción tiene una participación importante dentro de sus portafolios y ya han obtenido una rentabilidad interesante, les recomendamos tomar parte de las utilidades y monitorear el avance del proceso de Banca de inversión para identificar si una puja puede llevar a que la acción se negocie por encima de los niveles actuales.

Balance General (Millones de COP\$)	2006	2007	2008	2009E
Activos	4.645.924	4.675.346	5.049.429	5.025.499
Caja e Inversiones Temporales	137.968	204.026	204.026	231.680
Pasivos	2.466.975	2.371.637	2.477.742	2.303.616
Deuda Fra	240.903	240.357	400.774	400.774
Patrimonio	2.178.949	2.303.709	2.303.709	2.571.687
Valor Intrínseco (COP\$)	614,02	649,18	649,18	724,69

Estado de Resultados (Millones de COP\$)	2006	2007	2008	2009E
Ingresos	1.553.620	1.502.299	1.483.542	1.468.187
EBITDA	784.805	790.188	770.046	722.368
Margen EBITDA	50,5%	52,6%	51,9%	49,2%
Utilidad Neta	185.706	240.789	204.136	311.262
UPA	52,33	67,85	57,52	87,71
Dividendo	23,80	36,88	41,61	41,61

Múltiplos	2006	2007	2008	2009E
P/E	15,7	12,1	14,3	9,3
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,1
Div. Yield	2,9%	4,5%	5,1%	5,1%
EV/EBITDA	4,2	4,2	4,3	4,6

Fuente: ETB; Cálculos: Bolsa y Renta

Para conocer las condiciones de uso y contactos comerciales favor referirse a la página 12

INVESTIGACIÓN ACCIONES LATINOAMERICA - COLOMBIA SECTOR TELECOMUNICACIONES

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

Luisa Fernanda Ramírez Segura
lframirez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext 223

Información de Mercado

Precio (11 May 09)	820
Precio Objetivo YE 09	620
Potencial Valorización	-24,4%
Yield 2009E	5,1%
Rentabilidad Esperada	-19,4%
52-Wk Range	\$470 - \$833
Capitalización de Mercado (Millones de COP\$)	2.909.905
Acciones en Circ. (Millones de acciones)	3.549
Vol. Prom. Diario 2008 (Miles de acciones)	1.938
Vol. Prom. Diario 2009 (Miles de acciones)	3.501
Vol. Prom. Diario 2008 (Millones de COP\$)	1.143
Vol. Prom. Diario 2009 (Millones de COP\$)	2.535

Figura 1
ETB vs. IGBC (Base 100 = May 2008)



Precios de Cierre del 11 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

1. Resultados 1T09

1.1 Ingresos

Datos e Internet continúa su senda de crecimiento, pero apenas alcanza a compensar la disminución de los ingresos de las otras líneas. Los ingresos de Datos e Internet finalizaron en \$95.792 millones, un 40,9% más que el año anterior. El aumento de \$27.911 millones, apenas alcanzó a compensar la caída de las otras líneas de negocio, haciendo que los ingresos disminuyan un 0,2% frente al 1T08.

El negocio de Datos en Internet sigue ganando participación, a marzo representan el 27,8% de los ingresos, sin embargo, estos han ganado mayor participación en la medida que los otros ingresos disminuyen. La administración ha tratado de preservar al máximo los ingresos de las líneas de negocio tradicionales, pero la competencia en el sector ha dificultado la tarea.

Figura 2

Ingresos 1T08 – 1T09

	1T08	1T09	Var (\$)	Var(%)
Local	200.294	180.173	-20.121	-10,0%
Larga Distancia	44.403	39.420	-4.983	-11,2%
Datos e Internet	67.981	95.792	27.811	40,9%
Ingresos por Telefonía	312.678	315.385	2.707	0,9%
Cargos de acceso	10.139	9.361	-778	-7,7%
Ingresos Minutos internacionales	16.545	14.557	-1.987	-12,0%
Directorio, facturación y otros	5.520	5.003	-517	-9,4%
Ing. por Serv. Telecom.	32.204	28.922	-3.283	-10,2%
Ingresos Totales	344.883	344.307	-576	-0,2%

Fuente: ETB
Cifras en COP\$ Millones

Los ingresos no logran incrementarse, inclusive cuando la ETB está realizando altas inversiones. Estimamos que en el 1T09 la compañía realizó inversiones en propiedad planta y equipo por \$97 mil millones. Estas son fundamentales para el desarrollo de la estrategia de posicionamiento de la compañía, pero desafortunadamente no tienen un impacto en los ingresos totales. Esto hace cada vez más importante la llegada de un aliado estratégico de un gran tamaño, para que por lo menos presente mayores eficiencias en las compras de equipos y se beneficie de descuentos por volumen.

Los ingresos del 1T09 se encontraron un 2,9% por debajo de nuestras estimaciones. Consideramos que esta no es una variación significativa, pero si hay que tener en cuenta que en la medida que los ingresos presenten un menor dinamismo la utilidad operacional se va a ver impactada, porque va a ser más difícil cubrir los costos y gastos, además se tendría un menor retorno sobre el capital invertido.

Figura 3

Ingresos 1T09 – 1T09E

	1T09	1T09E	Var(\$)	Var(%)
Local	180.173	184.364	-4.191	-2,3%
Larga Distancia	39.420	41.349	-1.929	-4,7%
Datos e Internet	95.792	99.248	-3.456	-3,5%
Ingresos por Telefonía	315.385	324.962	-9.577	-2,9%
Cargos de acceso	9.361	9.268	93	1,0%
Ingresos Minutos internacionales	14.557	15.000	-443	-3,0%
Directorio, facturación y otros	5.003	5.500	-497	-9,0%
Ing. por Serv. Telecom.	28.922	29.768	-846	-2,8%
Ingresos Totales	344.307	354.730	-10.423	-2,9%

Fuente: ETB
Cifras en COP\$ Millones

1.2 Costos y Gastos

Los costos y gastos ascendieron a \$285.386 millones presentando un crecimiento del 0,2%, cifra que parece estable respecto al comportamiento de los ingresos, pero que no es positiva cuando se analiza el comportamiento de los costos y gastos gestionables. En el 1T09 los costos y gastos gestionables, que son los que la compañía puede controlar y representar salidas de efectivo, presentan un crecimiento del 13,0%, impactando la generación de caja de la compañía.

Figura 4

Costos y Gastos

	1T08	1T09	Var (\$)	Var (%)
Cargos de Acceso y capacidad de transpo	21.379	25.886	4.507	21,1%
Depreciación	56.795	65.677	8.882	15,6%
Amortización	19.096	19.354	257	1,3%
Provisiones	53.543	22.915	-30.628	-57,2%
Deprec. Amort. y Provisiones	129.434	107.946	-21.488	-16,6%
Personal	52.206	53.689	1.483	2,8%
Publicidad y Promoción	5.121	7.286	2.166	42,3%
Mantenimiento y Materiales	14.018	23.091	9.072	64,7%
Call Center y otros	13.712	17.274	3.562	26,0%
Contribuciones	4.537	7.845	3.308	72,9%
Seguros	3.412	2.292	-1.120	-32,8%
Alquiler	8.096	8.267	171	2,1%
Servicios Públicos	5.632	6.463	831	14,8%
Impuestos	6.405	5.974	-431	-6,7%
Entrega de Facturas y procesamiento	2.000	2.610	610	30,5%
Honorarios	5.508	3.965	-1.542	-28,0%
Vigilancia	2.700	3.401	700	25,9%
Arrendamiento	6.014	6.402	388	6,5%
Otros	4.769	2.994	-1.776	-37,2%
Gestionables	134.130	151.553	17.423	13,0%
COSTOS Y GASTOS	284.943	285.386	443	0,2%

Fuente: ETB
Cifras en COP\$ Millones

Los costos y gastos se ubicaron un 1,3% por debajo de nuestras estimaciones, pero esto no compensa los menores ingresos. La administración argumentaba que buscaría un crecimiento cercano del 0% de los costos gestionables, sin embargo, esta tarea todavía no logró materializarse. Nuestras proyecciones no se alejaron de los resultados, debido a que preveíamos un incremento en los costos y gastos debido a la inflación de 2008.

1.3 EBITDA y Margen EBITDA

El EBITDA presenta una caída del 11,9% frente al 1T08, debido al crecimiento de los costos y gastos gestionables. El aumento de los costos y gastos del 0,2%, tiene en cuenta un aumento de la depreciación, pero una disminución de las provisiones, dado que estas fueron muy altas en el 1T08. Por esto gran parte de la explicación de la estabilidad de los gastos esta explicada por las cuentas que no representan salidas de efectivo. En consecuencia la Utilidad Operacional del trimestre disminuye un 1,7%, pero el EBITDA lo hace en un 11,9%.

Figura 5

Margen EBITDA 1T08 -1T09

	1T08	1T09	Var (\$)	Var (%)
Ingresos Totales	344.883	344.307	-576	-0,2%
Costos y Gasto	284.943	285.386	443	0,2%
Utilidad Operacional	59.940	58.921	-1.019	-1,7%
Depreciación	56.795	65.677	8.882	15,6%
Amortización	19.096	19.354	257	1,3%
Provisiones	53.543	22.915	-30.628	-57,2%
EBITDA	189.374	166.867	-22.506	-11,9%
Margen EBITDA	54,9%	48,5%	-6,44%	-11,7%

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

Por su parte el Margen EBITDA se ubicó en el 48,5%, disminuyendo frente al 54,9% del año anterior. Consideramos negativo la disminución en el EBITDA y Margen EBITDA de la compañía, el cual podría estar presionado nuevamente en futuros períodos debido a la alta competencia que se presenta en el sector.

Figura 6

Margen EBITDA 1T09 – 1T09E

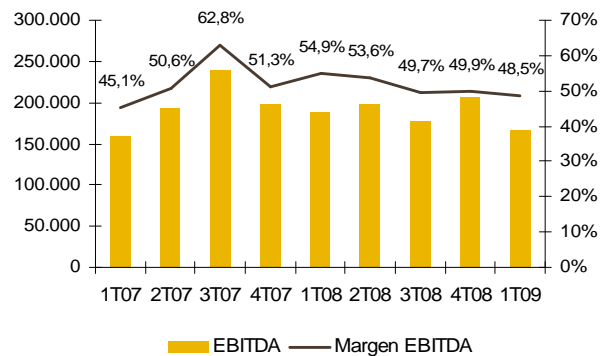
	1T09	1T09E	Var(\$)	Var(%)
Ingresos Totales	344.307	354.730	-10.423	-2,9%
Costos y Gasto	285.386	281.800	3.586	1,3%
Utilidad Operacional	58.921	72.930	-14.009	-19,2%
Depreciación	65.677	65.000	677	1,0%
Amortización	19.354	22.500	-3.146	-14,0%
Provisiones	22.915	12.500	10.415	83,3%
EBITDA	166.867	172.930	-6.063	-3,5%
Margen EBITDA	48,46%	48,75%	-0,29%	-0,6%

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

El EBITDA se ubicó un 3,5% por debajo de nuestras estimaciones, mientras que el Margen EBITDA si fue muy similar al que presupuestábamos. En nuestros últimos informes mencionábamos que la alta competencia iba a presionar el Margen EBITDA, situación que dificultaría obtener márgenes por encima el 50% como los de períodos anteriores.

Figura 7

EBITDA y Margen EBITDA Trimestral



Fuente: ETB; Cálculos: Bolsa y Renta

1.4 Utilidad Neta

De otro lado la, Utilidad Neta presenta mejores resultados que el 1T08 y frente al 1T09, debido al comportamiento de otros ingresos y otros gastos.

La Utilidad Neta cerró el trimestre en \$49.927 millones, un 19,8% más que el año anterior. La mayor Utilidad se explica principalmente por el incremento en otros ingresos y disminución en otros gastos, sobre los cuales no se reporta mayor detalle.

Figura 8

Utilidad Neta

(Cifras en Millones de COP\$)	1T08	1T09	Var (\$)	Var (%)
UTILIDAD OPERACIONAL	59.940	58.921	-1.019	-1,70%
Margen Operacional	17%	17%	0%	-1,53%
Intereses Financieros	12.141	10.121	-2.020	-16,6%
Recuperaciones	36.333	13.248	-23.084	-63,5%
Otros	24.493	53.643	29.151	119,0%
INGRESOS NO OPERACIONALES	72.966	77.013	4.047	5,5%
PENSIONES DE JUBILACION	41.192	51.159	9.967	24,2%
Intereses Financieros	6.517	12.997	6.479	99,4%
Perdida por el metodo de participacion				
Otros	37.363	4.798	-32.565	-87,2%
GASTOS NO OPERACIONALES	43.880	17.794	-26.086	-59,4%
Gasto por Diferencia en Cambio	849	-3.345	-4.194	-494,2%
Utilidad por Corrección Monetaria	850	544	-306	-36,0%
OTROS INGRESOS Y GASTOS	2	3.889	3.887	218018,2%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	47.836	70.871	23.035	48,2%
Provisión Imporrenta	6.170	20.943	14.773	239,4%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	41.666	49.927	8.262	19,8%

Fuente: ETB
Cifras en COP\$ Millones

La Utilidad Neta también se encuentra por encima de nuestras estimaciones, debido al comportamiento de otros ingresos y gastos. Los intereses financieros y los gastos financieros se ubicaron dentro de lo esperado.

Figura 9

Utilidad Neta

	1T09	1T09E	Var(\$)	Var(%)
UTILIDAD OPERACIONAL	58.921	72.930	-14.009	-19,2%
Margen Operacional	17%	21%	-3%	-16,8%
Intereses Financieros	10.121	12.000	-1.879	-15,7%
Recuperaciones	13.248	20.000	-6.752	-33,8%
Otros	53.643	20.000	33.643	168,2%
INGRESOS NO OPERACIONALES	77.013	52.000	25.013	48,1%
PENSIONES DE JUBILACION	51.159	42.802	8.357	19,5%
Intereses Financieros	12.997	13.000	-3	0,0%
Otros	4.798	20.000	-15.202	-76,0%
GASTOS NO OPERACIONALES	17.794	33.000	-15.206	-46,1%
OTROS INGRESOS Y GASTOS	3.889	0	3.889	0,0%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	70.871	49.128	21.742	44,3%
Provisión Importenta	20.943	14.738	6.205	42,1%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	49.927	34.390	15.538	45,2%

Fuente: ETB
Cifras en COP\$ Millones

Todavía no se registra la reversión de la provisión del pleito de telefónica, esta ingresaría en el 2T09 impactando de significativa las utilidades. Por lo anterior, para el 2T09 esperamos una Utilidad Neta por \$287 mil millones.

En conclusión, los resultados estuvieron por debajo de nuestras estimaciones pero no se presenta una diferencia muy importante que nos motive a cambiar las proyecciones.

1.5 Proceso Banca de Inversión

Hace unos días estuvimos reunidos con funcionarios de la compañía para discutir algunos temas sobre el avance del proceso de Banca de inversión.

En este momento se encuentran trabajando en el reglamento para la consecución del socio estratégico y se espera que para finales de año se pueda concretar el negocio. Ya es conocido por todo el mercado que la compañía está buscando un aliado estratégico, sin embargo, todavía se está trabajando en la forma como las compañías interesadas en asociarse podrían participar. Se estima que en este mes de Mayo se presente el reglamento a la Junta Directiva, en este se definirá el proceso y las formas en que las compañías podrían asociarse. Se definirá si es necesario que la capitalización se haga con nuevos recursos o si será posible realizar aportes de activos, comprometerse con flujos de inversión, entre otros, temas que serán clarificados en la medida que avance el proceso.

La compañía podría asociarse con compañías como Telmex, Telefónica, Can TV, UNE entre otras. La compañía está abierta a asociarse con un socio estratégico, inclusive no se descarta la participación de UNE. Telmex que ya tiene presencia en el mercado puede participar, luego la superintendencia de industria y comercio sería la encargada de analizar si la alianza genera restricciones a la libre competencia.

La alianza con una compañía grande sería muy beneficiosa, por las eficiencias que se podría tener en materia de Capex. Mientras ETB posee cerca de 2 millones de conexiones, compañías de la talla de Telefónica y Telmex tienen una cifra cercana a las 200 millones de conexiones, situación que se hace vital a la hora de negociar con los proveedores de tecnología. Con un aliado como estos, la ETB podría reducir hasta en un 30% sus presupuestos de Capex y generar ahorros significativos. Para los próximos años la compañía planea invertir cerca de \$1,2 billones, situación que podría cambiar drásticamente si logra tener un mayor poder de negociación. Lo anterior, aumentaría el nivel de retorno sobre el capital invertido de la compañía, que actualmente se ve afectado por su tamaño y la alta competencia, dado que sus inversiones no se materializan en aumentos de ingresos.

Sobre avances e negociaciones o contactos no se dio mayor detalle. Simplemente mencionaron que el proceso apenas está comenzando y ya hay movimiento, varios Bancos de Inversión reconocidos han contactado a la compañía pero estos han direccionado el proceso a Santander Investment, Banca de inversión que los está asesorando en el proceso.

1.6 Valoración y Precio de Mercado

El precio de la acción ha presentado una valorización del 19,5% desde nuestro último informe (3 de Abril), esta pasó de negociarse a \$686 por acción a \$820, por especulaciones sobre el proceso de la Banca de Inversión. En Bolsa y Renta no esperábamos que se presentará una valorización tan fuerte de una forma tan acelerada, debido a que todavía el proceso no está muy avanzado y no se tiene gran detalle sobre compañías interesadas.

Ahora una pregunta interesante a resolver es si la acción todavía presenta espacio para valorizarse y si puede representar una oportunidad de compra. Esta es una pregunta difícil de responder, porque el desenlace de todo el proceso depende de muchos factores, como el apetito de los inversionistas por el mercado Colombiano, la rivalidad entre compañías competidoras, un mercado potencial, las eficiencias ocultas que puedan obtenerse, entre otras. Sin embargo, analizaremos algunos puntos que podrán servir de orientación a nuestros clientes.

Para comenzar, nosotros consideramos que la acción de la compañía actualmente se negocia a un valor superior al precio justo bajo las condiciones actuales. Es decir, considerando que la compañía continuara en el mercado sin asociarse. Esto basado en nuestro Precio Objetivo de \$620 por acción para diciembre de 2009.

De otro lado estimamos que la acción podría negociarse en \$900 por acción, si 1) se disminuye el Capex actual en un 30% y 2) si se le asigna al valor terminal un Múltiplo EV/EBITDA de 5,5x. La primera situación podría darse tan sólo en el evento de que la ETB se asocie con una compañía grande que cuente con economías de escala. La segunda situación, depende en gran parte de la segunda, debido a que esto habla sobre las perspectivas de crecimiento. Al asignar un Múltiplo EV/EBITDA de 5,5x, se acepta que la compañía está en capacidad de incrementar su flujo de caja consistentemente a futuro a una tasa cercana al 3,8% y 4,0%, situación que no es tarea fácil en el mundo cambiante de las de las telecomunicaciones y las tecnologías de la información.

Por lo anterior, creemos que el precio actual de mercado ya está reflejando una situación en la que la compañía tiene eficiencias por economías de escala y que además el socio estratégico está dispuesto a invertir bajo el supuesto de que la compañía tiene alto potencial de crecimiento. Por lo anterior, creemos que el precio de la negociación podría llegar hasta esos niveles, pero también consideramos hechos que sugieren lo contrario. Por ejemplo, creemos que algunos inversionistas estarían dispuestos a entrar a niveles cercanos nuestro Precio Objetivo, sustentados bajo las condiciones actuales, buscando beneficiarse de eficiencias futuras y no pagar por eficiencias que tendrían que alcanzarse. Algunos interesados podrían mostrar alto interés en el negocio de Datos de Internet, pero buscar que se castigue el precio a pagar por los otros negocios tradicionales que están en fase de declive.

2. Recomendación

Basados en todo lo anterior, pretendemos dar una recomendación objetiva a nuestros clientes. Creemos que ya no es momento de tener una postura de Compra frente a la acción, debido a que ya está reflejando parte de los beneficios que podría obtener ETB con un socio estratégico y no bajo la situación actual. A los clientes en los que la acción tiene una participación importante dentro de sus portafolios y ya han obtenido una rentabilidad interesante, les recomendamos tomar parte de las utilidades y monitorear el avance del proceso de Banca de inversión para identificar si una puja puede llevar a que la acción se negocie por encima de los niveles actuales.

Figura 10

ESTADO DE RESULTADOS 1T08 – 1T09

(Cifras en Millones de COP\$)	1T08	1T09	Var (\$)	Var (%)
Local	200.294	180.173	-20.121	-10,05%
Larga Distancia	44.403	39.420	-4.983	-11,22%
Datos e Internet	67.981	95.792	27.811	40,91%
INGRESOS POR TELEFONIA*	312.678	315.385	2.707	0,87%
Cargos de acceso	10.139	9.361	-778	-7,68%
Ingresos Minutos internacionales	16.545	14.557	-1.987	-12,01%
Directorio, facturación, enlaces y otros**	5.520	5.003	-517	-9,36%
OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOM	32.204	28.922	-3.283	-10,19%
INGRESOS TOTALES	344.883	344.307	-576	-0,17%
Personal	52.206	53.689	1.483	2,84%
Depreciación	56.795	65.677	8.882	15,64%
Cargos de Acceso y capacidad de transporte	21.379	25.886	4.507	21,08%
Amortización	19.096	19.354	257	1,35%
Publicidad y Promoción	5.121	7.286	2.166	42,29%
Provisiones	53.543	22.915	-30.628	-57,20%
Mantenimiento y Materiales	14.018	23.091	9.072	64,72%
Call Center y otros	13.712	17.274	3.562	25,98%
Contribuciones	4.537	7.845	3.308	72,92%
Seguros	3.412	2.292	-1.120	-32,83%
Alquiler	8.096	8.267	171	2,11%
Servicios Públicos	5.632	6.463	831	14,76%
Impuestos	6.405	5.974	-431	-6,72%
Entrega de Facturas y procesamiento	2.000	2.610	610	30,52%
Honorarios	5.508	3.965	-1.542	-28,00%
Vigilancia	2.700	3.401	700	25,94%
Arrendamiento	6.014	6.402	388	6,46%
Otros	4.769	2.994	-1.776	-37,23%
COSTOS Y GASTOS	284.943	285.386	443	0,16%
UTILIDAD OPERACIONAL	59.940	58.921	-1.019	-1,70%
Margen Operacional	17%	17%	0%	-1,53%
Intereses Financieros	12.141	10.121	-2.020	-16,6%
Recuperaciones	36.333	13.248	-23.084	-63,5%
Otros	24.493	53.643	29.151	119,0%
INGRESOS NO OPERACIONALES	72.966	77.013	4.047	5,5%
PENSIONES DE JUBILACION	41.192	51.159	9.967	24,2%
Intereses Financieros	6.517	12.997	6.479	99,4%
Perdida por el metodo de participacion				
Otros	37.363	4.798	-32.565	-87,2%
GASTOS NO OPERACIONALES	43.880	17.794	-26.086	-59,4%
Gasto por Diferencia en Cambio	849	-3.345	-4.194	-494,2%
Utilidad por Corrección Monetaria	850	544	-306	-36,0%
OTROS INGRESOS Y GASTOS	2	3.889	3.887	218018,2%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	47.836	70.871	23.035	48,2%
Provisión Imporrenta	6.170	20.943	14.773	239,4%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	41.666	49.927	8.262	19,8%
Margen Neto	12,1%	14,5%	-2,4%	20,03%

Figura 11

ESTADO DE RESULTADOS 1T09 – 1T09E

	1T09	1T09E	Var(\$)	Var(%)
Local	180.173	184.364	-4.191	-2,3%
Larga Distancia	39.420	41.349	-1.929	-4,7%
Datos e Internet	95.792	99.248	-3.456	-3,5%
Ingresos por Telefonía	315.385	324.962	-9.577	-2,9%
Cargos de acceso	9.361	9.268	93	1,0%
Ingresos Minutos internacionales	14.557	15.000	-443	-3,0%
Directorio, facturación y otros	5.003	5.500	-497	-9,0%
Ing. por Serv. Telecom.	28.922	29.768	-846	-2,8%
Ingresos Totales	344.307	354.730	-10.423	-2,9%
Personal	53.689	59.400	-5.711	-9,6%
Depreciación	65.677	65.000	677	1,0%
Cargos de Acceso y capacidad de transport	25.886	21.000	4.886	23,3%
Amortización	19.354	22.500	-3.146	-14,0%
Publicidad y Promoción	7.286	8.100	-814	-10,0%
Provisiones	22.915	12.500	10.415	83,3%
Mantenimiento y Materiales	23.091	22.750	341	1,5%
Call Center y otros	17.274	17.230	43	0,3%
Contribuciones	7.845	5.284	2.560	48,5%
Seguros	2.292	3.483	-1.191	-34,2%
Alquiler	8.267	8.533	-266	-3,1%
Servicios Públicos	6.463	6.782	-319	-4,7%
Impuestos	5.974	7.378	-1.403	-19,0%
Entrega de Facturas y procesamiento	2.610	2.835	-225	-7,9%
Honorarios	3.965	5.602	-1.636	-29,2%
Vigilancia	3.401	2.932	469	16,0%
Arrendamiento	6.402	5.861	541	9,2%
Otros	2.994	4.630	-1.636	-35,3%
COSTOS Y GASTOS	285.386	281.800	3.586	1,3%
UTILIDAD OPERACIONAL	58.921	72.930	-14.009	-19,2%
Margen Operacional	17%	21%	-3%	-16,8%
Intereses Financieros	10.121	12.000	-1.879	-15,7%
Recuperaciones	13.248	20.000	-6.752	-33,8%
Otros	53.643	20.000	33.643	168,2%
INGRESOS NO OPERACIONALES	77.013	52.000	25.013	48,1%
PENSIONES DE JUBILACION	51.159	42.802	8.357	19,5%
Intereses Financieros	12.997	13.000	-3	0,0%
Perdida por el metodo de participacion				
Otros	4.798	20.000	-15.202	-76,0%
GASTOS NO OPERACIONALES	17.794	33.000	-15.206	-46,1%
OTROS INGRESOS Y GASTOS	3.889	0	3.889	0,0%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	70.871	49.128	21.742	44,3%
Provisión Imporrenta	20.943	14.738	6.205	42,1%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	49.927	34.390	15.538	45,2%

Figura 12

ESTADO DE RESULTADOS 2009E

(Cifras en Millones de COP\$)

	1T09E	2T09E	3T09E	4T09E	2009E
Local	184.364	182.364	179.364	176.364	722.457
Larga Distancia	41.349	41.349	39.282	39.282	161.262
Datos e Internet	99.248	103.218	107.347	118.082	427.895
INGRESOS POR TELEFONIA	324.962	326.932	325.993	333.728	1.311.614
Cargos de acceso	9.268	9.268	9.268	9.268	37.073
Ingresos Minutos internacionales	15.000	15.000	15.000	15.000	60.000
Directorio, facturación, enlaces y otros	5.500	12.000	9.000	33.000	59.500
OTROS INGRESOS POR SERV. TELECOI	29.768	36.268	33.268	57.268	156.573
VENTA DE BIENES					0
COSTO DE BIENES VENDIDOS					0
INGRESOS TOTALES	354.730	363.200	359.261	390.996	1.468.187
Personal	59.400	59.400	59.400	69.120	247.320
Depreciación	65.000	65.000	65.000	65.000	260.000
Cargos de Acceso y capacidad de transport	21.000	21.000	21.000	21.000	84.000
Amortización	22.500	22.500	22.500	35.000	102.500
Publicidad y Promoción	8.100	8.100	8.100	17.000	41.300
Provisiones	12.500	12.500	12.500	12.500	50.000
Mantenimiento y Materiales	22.750	22.750	22.750	22.750	90.999
Call Center y otros	17.230	17.230	17.230	17.230	68.922
Contribuciones	5.284	5.284	5.284	5.284	21.137
Seguros	3.483	3.483	3.483	3.483	13.933
Alquiler	8.533	8.533	8.533	8.533	34.133
Servicios Públicos	6.782	6.782	6.782	6.782	27.129
Impuestos	7.378	7.378	7.378	7.378	29.511
Entrega de Facturas y procesamiento	2.835	2.835	2.835	2.835	11.339
Honorarios	5.602	5.602	5.602	5.602	22.406
Vigilancia	2.932	2.932	2.932	2.932	11.727
Arrendamiento	5.861	5.861	5.861	5.861	23.446
Otros	4.630	4.630	4.630	4.630	18.519
COSTOS Y GASTOS	281.800	281.800	281.800	312.920	1.158.319
UTILIDAD OPERACIONAL	72.930	81.400	77.462	78.076	309.868
Margen Operacional	21%	22%	22%	20%	21,1%
Intereses Financieros	12.000	12.000	12.000	12.000	48.000
Recuperaciones	20.000	250.000	20.000	20.000	310.000
Otros	20.000	20.000	20.000	20.000	80.000
INGRESOS NO OPERACIONALES	52.000	282.000	52.000	52.000	438.000
PENSIONES DE JUBILACION	42.802	42.802	42.802	42.802	171.209
Intereses Financieros	13.000	13.000	13.000	13.000	52.000
Perdida por el metodo de participacion					
Otros	20.000	20.000	20.000	20.000	80.000
GASTOS NO OPERACIONALES	33.000	33.000	33.000	33.000	132.000
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	49.128	287.598	53.659	54.274	444.660
Provisión Imporrenta	14.738	86.279	16.098	16.282	133.398
UTILIDAD DEL EJERCICIO	34.390	201.319	37.562	37.992	311.262

Figura 13

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

(Cifras en Millones de COP\$)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Telefonía Local	779.981	737.457	722.708	708.253	694.088
Total LD Entrante y Saliente	246.720	221.262	206.037	198.076	194.979
Datos e internet	360.172	467.051	530.045	567.148	606.848
Cargos de acceso	38.219	37.073	37.073	37.073	37.073
Directorio y otros	58.451	59.500	48.647	49.125	49.854
Total Ingresos	1.483.542	1.522.343	1.544.509	1.559.675	1.582.842
Costos y Gastos	-1.267.371	-1.248.319	-1.285.610	-1.285.610	-1.285.610
Utilidad Operacional	216.172	274.024	258.899	274.065	297.233
Margen Operacional	14,6%	18,0%	16,8%	17,6%	18,8%
Pensiones y aportes al ISS	-160.008	-171.209	-179.769	-188.758	-198.195
Otros Ingresos (Gastos) Neto	232.596	76.000	72.944	65.394	71.032
Utilidad Antes de Impuestos	288.760	178.815	152.075	150.702	170.069
Total Impuesto Renta	-84.624	-53.645	-45.622	-45.210	-51.021
Utilidad Neta	204.136	125.171	106.452	105.491	119.049
Margen Neto	13,8%	8,2%	6,9%	6,8%	7,5%
Utilidad Operacional	216.172	274.024	258.899	274.065	297.233
Depreciaciones	258.626	260.000	260.000	260.000	260.000
Amortizaciones	99.419	102.500	102.500	102.500	102.500
Provisiones	195.831	140.000	140.000	140.000	140.000
EBITDA	770.048	776.524	761.399	776.565	799.733
Margen EBITDA	51,9%	51,0%	49,3%	49,8%	50,5%

E = Estimaciones realizadas por Bolsa y Renta

Fuente: ETB, Investigaciones de Bolsa y Renta

Figura 14

BALANCE GENERAL PROYECTADO

(Cifras en Millones de COP\$)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Activos					
Disponible e Inversiones Temporales	231.680	140.516	111.933	103.256	119.385
Cartera Comercial	419.508	420.353	433.763	438.023	442.324
Deudores varios y recaudo de terceros	226.575	106.959	110.372	111.456	112.550
Inventarios	12.196	12.221	12.611	12.734	12.859
Gastos pagados por anticipado	10.029	10.049	10.370	10.472	10.575
Total Activo Corriente	899.989	690.098	679.049	675.940	697.692
Propiedad planta y equipo	1.954.252	2.070.955	2.117.082	2.089.017	1.970.615
Inversiones a largo plazo	156.176	156.176	156.176	156.176	156.176
Deudores	1.013.313	1.078.963	1.143.956	1.214.799	1.292.018
Intangibles	194.847	172.347	149.847	127.347	104.847
Diferidos y Otros	370.463	370.463	370.463	370.463	370.463
Valorizaciones	460.389	460.389	460.389	460.389	460.389
Total Activo No Corriente	4.149.440	4.309.293	4.397.913	4.418.191	4.354.508
Total Activo	5.049.429	4.999.391	5.076.962	5.094.131	5.052.200
Pasivos					
Oblig. Financieras Nacionales	113.168	113.168	113.168	113.168	113.168
Operadores y Proveedores	128.959	129.219	133.341	134.650	135.973
Dividendos Decretados	1.957	-	-	-	-
Acreedores varios	94.177	94.367	97.377	98.333	99.299
Impuestos, Contribuciones y Otros	130.649	125.003	118.579	118.675	124.998
Pensiones de Jubilación	119.831	119.831	119.831	119.831	119.831
Provisiones y Contingencias	103.035	103.035	103.318	103.035	103.318
Otros pasivos	99.168	99.168	86.566	99.168	86.566
Total Pasivo Corriente	790.944	783.790	772.179	786.861	783.151
Obligaciones Financieras Nacionales	287.606	287.606	367.606	367.606	307.606
Deuda pública Externa	522	546	546	546	546
Pensiones de Jubilación - Apropiado	860.932	860.932	860.696	860.932	860.696
Cesantías	10.390	10.390	6.640	10.390	6.640
Contingencias	302.913	302.913	302.913	302.913	302.913
Otros pasivos	217.422	217.422	224.275	217.422	224.275
Total Pasivo Largo Plazo	1.686.798	1.679.808	1.762.675	1.759.808	1.702.675
Total Pasivo	2.477.742	2.463.599	2.534.854	2.546.669	2.485.826
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	982.140	1.020.926	1.045.960	1.052.275	1.057.630
Revalorización del Patrimonio	660.921	665.206	665.206	665.206	665.206
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	460.504	460.504	460.504	460.504	460.504
Resultado del Presente Ejercicio	204.137	125.171	106.452	105.491	119.049
Patrimonio	2.571.687	2.535.792	2.542.108	2.547.462	2.566.374
Total Pasivo y Patrimonio	5.049.429	4.999.391	5.076.962	5.094.131	5.052.200
Valor Intrínseco (COP\$)	725	715	716	718	723

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

Figura 15

VALORACIÓN

COP\$ Millones	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Ingresos Operacionales	1.483.542	1.468.187	1.483.504	1.495.766	1.507.035	1.540.619
Crecimiento %	-1,2%	-1,0%	1,0%	0,8%	0,8%	2,2%
Costos y Gastos Operacionales	-1.267.371	-1.158.319	-1.184.422	-1.166.703	-1.149.061	-1.149.061
Costos y Gastos Oper. / Ventas	85,4%	78,9%	79,8%	78,0%	76,2%	74,6%
EBIT	216.172	309.868	299.082	329.063	357.974	391.558
Margen EBIT	14,6%	21,1%	20,2%	22,0%	23,8%	25,4%
Deprec. Amort y Provis	553.874	412.500	412.500	402.500	392.500	392.500
Depreci. y Amort. / Ventas	37,3%	28,1%	27,8%	26,9%	26,0%	25,5%
EBITDA	770.046	722.368	711.582	731.563	750.474	784.058
Margen EBITDA	51,9%	49,2%	48,0%	48,9%	49,8%	50,9%
- Impuestos		-92.961	-89.725	-98.719	-107.392	-117.467
Impuestos / Ventas		-6,3%	-6,0%	-6,6%	-7,1%	-7,6%
- Incremento KTNO		-40.804	-6.836	-2.096	-1.926	-4.844
Incremento KTNO / Ventas		-2,8%	-0,5%	-0,1%	-0,1%	-0,3%
- Capex		-440.456	-370.876	-299.153	-210.985	-215.687
Capex / Ventas		-30,0%	-25,0%	-20,0%	-14,0%	-14,0%
= FCL		148.148	244.145	331.595	430.170	446.060
FCL / Ventas		10,1%	16,5%	22,2%	28,5%	29,0%
Crecimiento FCL			64,8%	35,8%	29,7%	3,7%

Supuestos	Ke
Risk Free Rate + Riesgo Pais	7,50%
Beta	1,0
Risk Premium	6,0%
Ke (US\$)	13,3%
Dev LP	3,5%
Ke (\$)	17,3%

Supuestos	WACC
D/(D+E)	30%
E/(D+E)	70%
Kd	12,6%
Ke	17,3%
Tasa Impositiva	23,8%
WACC	15,0%

VPN FCL 2010 - 2012	989.703
VPN Valor de Continuidad con EBITDA	1.603.492
= Valor de la Operación	2.593.195
+ Disponible e Inver. Temp. 2009E	202.422
+ Inversiones Permanentes	360.173
= Valor Activos	3.155.790
(-) Pasivos Financieros	400.774
(-) Pasivos Laborales Netos	372.008
(-) Provisiones y Contingencias	163.554
(-) Otros Pasivos	20.451
(-) Total Pasivos	956.786
= Equity Operación	2.199.004
# Acciones	3.549
Precio Objetivo Operación 2009E	620
Precio (11 May 09)	820
Potencial Valorización	-24,4%
Dividendo 2009E	41,6
Yield 2009E	5,1%
Rentabilidad Esperada	-19,4%

E = Estimaciones realizadas por 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

MEDELLÍN

Juan Rafael Pérez Vélez
jrperez@bolsayrenta.com
574 – 4484300 Ext. 143

Luz Stella Vargas Patiño
lsvargas@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 141

Rafael Ignacio López Duque
rilopez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 120

Camilo Aristizábal Vélez
caristizabal@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 134

Felipe Escobar Navarro
fescobar@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 145

Juan Camilo Velásquez Vásquez
jcvelasquez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 135

Carlos Eduardo Sanchez Gallego
cesanchez@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 126

Diego Fernando Bravo Muñoz
dbravo@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 219

Lina María Angel Roldán
lmangel@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 148

Luis Fernando Jaramillo Bolívar
lfjaramillo@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 186

Natalia Faciolince Berrocal
nfaciolince@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 178

Sebastián Toro Calle
storo@bolsayrenta.com
574 – 448 43 00 Ext. 189

BOGOTA

Jose Pablo Mesa Ramírez
jpmesa@bolsayrenta.com
571 – 3078090 00 Ext. 317

Alejandro Vélez Ortiz
avelez@bolsayrenta.com
571 – 3078090 Ext. 316

Felix Buendía Anjel
fbuendia@bolsayrenta.com
571 – 3078090 Ext. 318