



ETB: Apostándole a un Nuevo Socio

Ticker Bloomberg: (ETB Equity) – Precio actual: \$960

- **Evolución Reciente:** La compañía ha requerido fuertes inversiones para acometer el plan de expansión del negocio de banda ancha en un escenario de decrecimiento de ingresos.
- **Corto Plazo:** El potencial de la acción depende de las posibilidades de la empresa de adelantar exitosamente su proceso de consecución de un socio estratégico.
- **Precio objetivo 2009: COP 968 por acción**
Recomendación: Venta

-
1. Descripción de la Compañía
 2. Telecomunicaciones en la Región
 3. El Negocio de ETB
 4. Proceso de selección de un inversionista estratégico
 5. Proyecciones Financieras
 6. Valoración
 7. Consideraciones finales
-

ETB se encuentra actualmente en un momento determinante para el futuro de la empresa. Crecer en medio de un sector altamente competitivo, le exige un cambio en su estructura de negocio que se adapte a las necesidades de un mercado con mayores niveles de eficiencia, profundizando en la implementación de nuevas tecnologías que logren compensar la pérdida de relevancia y valor de los negocios tradicionales ya maduros.

Estas realidades, han llevado a la compañía a adelantar un proceso de búsqueda de un socio estratégico, que le permita potenciar sus ventajas competitivas con economías de escala para optimizar las inversiones que debe realizar en activos fijos, y que contribuya a la reducción de los costos de operación, generando valor para sus accionistas.

En este marco, analizar las perspectivas de ETB exige de una parte evaluar su capacidad de seguir adelante sin un socio estratégico, y de otra evaluar las creaciones de valor luego de la toma de control de un socio estratégico ya que si bien el escenario actual sugiere que ETB logra mantenerse a flote y no verá comprometida su situación de solvencia, mantiene muy limitadas sus posibilidades de creación de valor y contempla un tímido crecimiento a futuro.

A continuación hacemos un breve recuento del posicionamiento actual de ETB, para enmarcar a la empresa dentro de sus alternativas de crecimiento. Más adelante detallamos la evolución financiera reciente de ETB que explica la necesidad de orientar sus esfuerzos al desarrollo de servicios de valor agregado, y de realizar ajustes a sus costos de operación que le permitan alcanzar mayores niveles de eficiencia.

Por último, presentamos las proyecciones financieras y valoración de ETB bajo los escenarios de capitalización y no capitalización. Si bien la información pública disponible no es suficiente para anticipar el resultado del proceso de capitalización, lo cierto es que los resultados del presente análisis sugieren que el mercado ha venido anticipando que el proceso será exitoso y tendrá lugar dentro del cronograma propuesto.

Mercado de Capitales Corredores Asociados

T: + (57)(1) 312 3300
Dirección CRA 7 No. 71-52 Torre B Piso 16
Bogotá - Colombia

Johanna Castro Castro
Analista Senior Mercado de Capitales
jcastro@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 114

Carlos Quintero
Analista Mercado de Capitales
cquintero@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 110

1. Descripción de la Compañía

ETB fue creada en 1884 bajo el nombre de Compañía Colombiana de Teléfonos y operada por un concesionario por casi 50 años. Sin embargo en 1932 la administración de la ciudad asumió el control del servicio de telefonía y seis años después, se constituyó la Empresa de Teléfonos de Bogotá, una entidad descentralizada de propiedad de la ciudad. Sólo hasta 1992 la ETB comenzó su expansión a otras líneas del negocio y cambió nuevamente su nombre a “Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá”.

La Ley 1900/90 y la Ley de Servicios Públicos de 1994 abrieron las puertas a la competencia que se consolidó en 1996 cuando se crearon otras empresas de telecomunicaciones. Tres años después, el Concejo de Bogotá autorizó la conversión de ETB en una sociedad por acciones, siendo su socio mayoritario el Distrito Capital aprobando al mismo tiempo la primera venta de acciones de ETB a un socio estratégico internacional, y aunque dicha venta no se llevó a cabo, el proceso le dejó a la empresa cerca de 1.000 accionistas entre empleados, ex empleados y pensionados transformándose en una sociedad por acciones de capital mixto.

En el año 2000 el Ministerio de Comunicaciones le extendió una licencia para operar el servicio de larga distancia nacional e internacional a ETB lo que le permitió comenzar a prestar ese nuevo servicio.

En el 2003, el Ministerio de Comunicaciones le otorgó a ETB, en conjunto con EPM, la licencia de PCS, lo que le dio la posibilidad de ingresar al mercado de la telefonía móvil en asociación constituyendo la empresa Colombia Móvil (EPM y ETB aún conservan el 49% de participación) y la marca OLA hoy TIGO. Para financiar la adquisición de esta licencia ese mismo año, la Compañía realizó un proceso de democratización accionaria que le permitió obtener recursos por \$245.000 millones y vinculó a 61.313 colombianos como inversionistas.

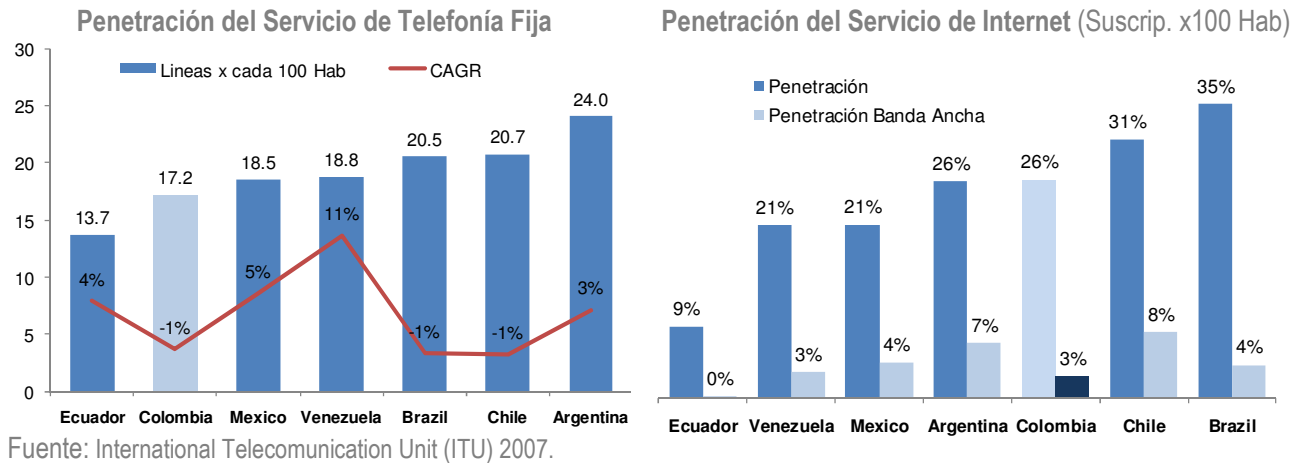
Por último, en agosto de 2003 ETB incursionó en el negocio de los centros de contacto telefónico a través de una alianza comercial con Publicar, de esa manera creó la compañía Contact Center Américas. Posteriormente, a mediados del 2007, ETB junto con Directv comenzaron a implementar una alianza estrategia para empaquetar sus productos y portafolios de servicios. Esta alianza denominada “Triple Play” ha permitido a ETB incluir en su paquete de servicios la TV satelital.

2. Descripción del Sector en Latinoamérica

Al igual que en el resto del mundo, el surgimiento de nuevas tecnologías de datos e internet y la telefonía móvil, ha desplazado las posibilidades de crecimiento de la telefonía fija que comienza a contraerse en algunos países como Colombia, Brasil, y Chile. No obstante lo anterior, nuevos productos como la IPTV son aún un reto importante para países como Colombia cuya red de transmisión no cuenta con las velocidades (ancho de banda) necesarias para su aprovechamiento.

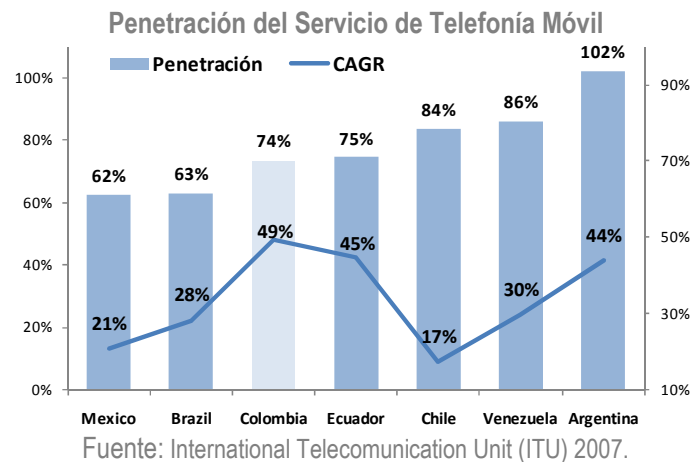
Telefonía Fija: De acuerdo con las cifras de la International Telecommunication Unit - ITU, Colombia cuenta con uno de los menores niveles de penetración en cuanto a número de líneas fijas por cada 100 habitantes. Se presenta la misma dinámica que en los países

latinoamericanos con mayor penetración, en los que el crecimiento se detuvo luego de la entrada de los celulares en el 2000.



Internet / Datos: A diferencia de la telefonía fija, el mercado de Internet en la región es bastante heterogéneo y Colombia (26% de penetración) cuenta con un importante rezago frente a países como Brasil (31% de penetración) o Chile (35% de penetración). No obstante lo anterior, de acuerdo con la ITU, Colombia presenta un importante atraso en banda ancha que apenas alcanza una penetración del 3% en el país. Esto implica que el país tiene un alto potencial en el desarrollo de este nicho de mercado, no solo aumentando el nivel de cobertura de internet hacia otros sectores de la población, sino fomentando el acceso a banda ancha entre los actuales suscriptores que hoy en día utilizan el acceso conmutado.

Telefonía Móvil: Al igual que el desarrollo de Internet, la telefonía móvil ha revolucionado el sector de las telecomunicaciones en la región con excepcionales tasas de crecimiento en todos los países.



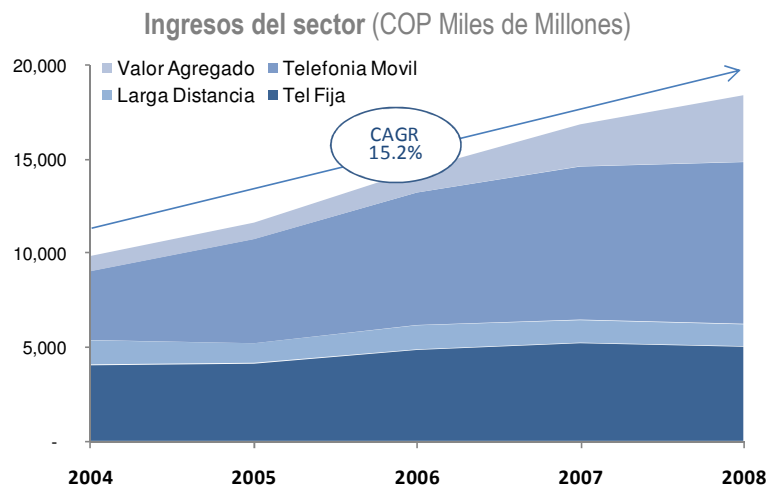
Colombia se encuentra en una posición favorable para los operadores de este mercado pues no sólo cuenta con un bajo nivel de penetración frente al resto de países, sino que ha venido creciendo al mayor ritmo entre sus comparables de Latinoamérica (49% anual desde el 2002).

Las tendencias en Latinoamérica dejan claro que los negocios tradicionales de telecomunicaciones como telefonía fija y larga distancia han dejado de ser los rubros más relevantes para las compañías del sector. Aunque estos negocios por sus características propias desaparecerán, es claro que su potencial de crecimiento es cada vez más limitado y serán desplazados por nuevas tecnologías.

En esta medida, el crecimiento y el desarrollo de las compañías de telecomunicaciones dependerán de la capacidad de mantener bajos costos y altos márgenes de eficiencia en sus negocios tradicionales, buscando alcanzar ventajas competitivas en los mercados de Internet/Datos o telefonía móvil que sean capaces de compensar la desaceleración de los negocios de telefonía fija.

El sector en Colombia

Las tecnologías de telefonía móvil y los servicios de valor agregado se convirtieron en la punta de lanza de las empresas del sector, que luego de alcanzar la madurez en sus mercados de telefonía fija han decidido concentrar sus estrategias de crecimiento en estos mercados que han logrado mantener un importante ritmo de crecimiento en los últimos años.



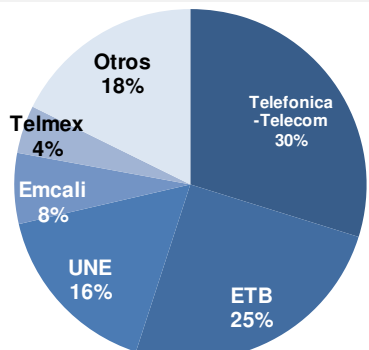
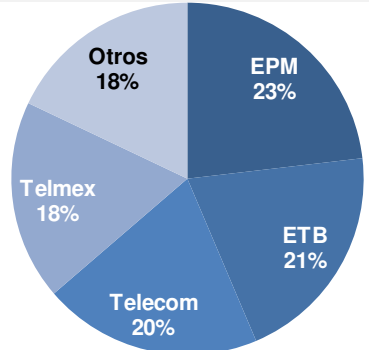
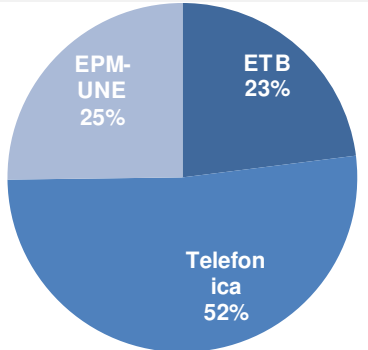
Fuente: Comisión de Regulación de Telecomunicaciones (CRT).

Mientras que en el año 2004 los servicios de valor agregado representaban menos del 7% del total de los ingresos del sector, hoy en día participan con más del 16% del total de los ingresos, superando ampliamente los ingresos y crecimiento de los servicios de larga distancia.

Por su parte los servicios de telefonía móvil hoy a participan con cerca del 40% del total de los ingresos de las compañías del sector, convirtiéndose en el rubro más grande de los ingresos que mantiene aún un importante potencial de crecimiento.

En este contexto y como se muestra a continuación, ETB participa activamente en los mercados donde tiene presencia, pero sin ejercer una posición dominante que le otorgue ventajas competitivas.

Participación de Mercado de ETB según línea de negocio

Telefonía Fija	Valor Agregado (Internet – Datos)	Servicios de Larga Distancia
De acuerdo con las cifras de la CRT, actualmente ETB participa con el 25% del mercado nacional en telefonía fija, en un mercado competido donde vienen cobrando fuerza participantes como Telmex y UNE. Es importante aclarar que en la telefonía fija a nivel nacional cada operador del mercado se concentra en una región geográfica, y ETB es fuerte en Bogotá con 80% de participación de mercado.	ETB también ha venido ganando una importante participación del mercado de datos e internet, y hoy cuenta con el 21% del mercado de suscriptores dedicados, en un mercado que no cuenta con un operador dominante y donde los principales agentes tienen participaciones semejantes.	Telefónica es líder en el mercado tanto a en larga distancia nacional como en larga distancia internacional, mientras que ETB conserva casi una tercera parte de ambos nichos. (Gráfica: participación en llamadas entrantes)
		

Fuente: Comisión de Regulación de Telecomunicaciones (CRT) y ETB

La fuerte competencia que se enfrenta en el mercado de servicios de valor agregado y de telefonía, ha llevado a los operadores a orientar sus estrategias de ventas en paquetes de varios servicios en su intento por mantener sus participaciones de mercado. Particularmente en el caso de ETB, ante la ausencia de IPTV ésta se ha dedicado a ofrecer servicios conjuntos de telefonía fija, larga distancia, banda ancha y televisión satelital en asocio con DirectTV (“Triple Play”), lo cual le ha permitido defender su participación de mercado y vincular sus propios clientes a otros servicios, aprovechando sinergias y generando aumentos en la eficiencia.

3. El Negocio de ETB

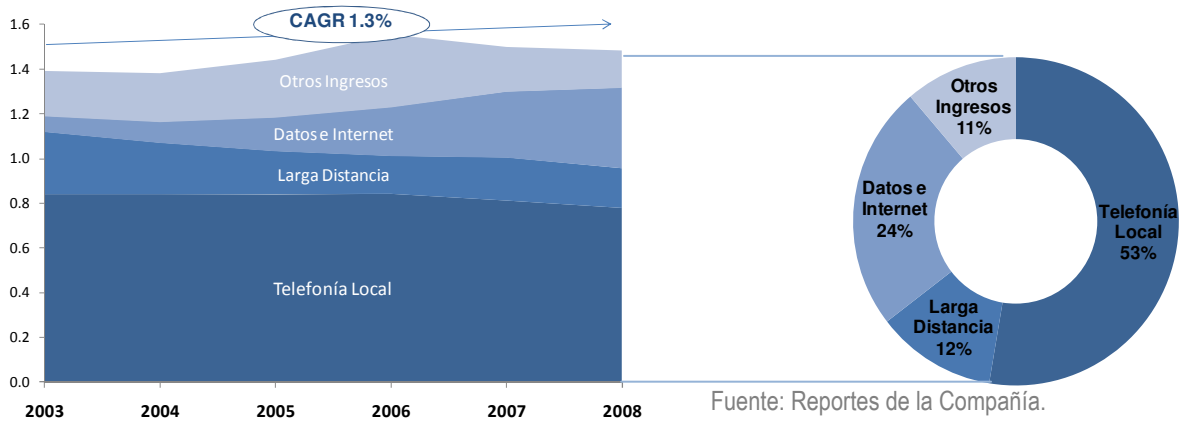
Estructura de Ingresos Operacionales: La ETB hoy deriva más del 50% de sus ingresos de la telefonía local. Sin embargo, los ingresos por telefonía local no sólo han venido perdiendo participación dentro del total de ingresos, sino que mantienen una tendencia decreciente desde el año 2004, al igual que el negocio de larga distancia.

Evolución Principales Variables	2004	2005	2006	2007	2008
Suscriptores Facturando	2.065.209	2.039.690	2.034.210	1.985.772	1.953.280
Suscriptores Banda Ancha	25.332	77.097	178.422	266.092	325.387
Ingreso promedio por suscriptor \$	407.334	411.860	413.856	409.137	399.318

Fuente: Reportes anuales ETB y SUI 2008.

La siguiente grafica muestra cómo el negocio de datos e internet ha venido ganando mayor participación en los ingresos, y se convierte hoy en el segundo rubro de mayor relevancia para la compañía.

Distribución de los ingresos 2003- 2008 (COP Billones;%)

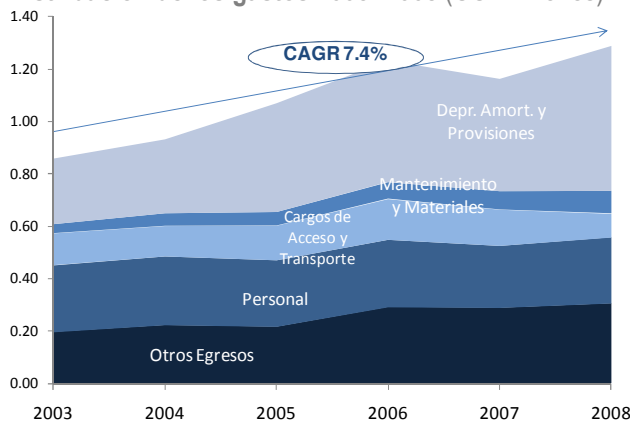


Esta distribución de los ingresos, ha sido consecuente con la estrategia de la compañía que se ha enfocado en la protección de los ingresos, controlando y reduciendo el retiro de clientes en sus servicios tradicionales, a la vez que le apuestan a la masificación del servicio de datos e internet.

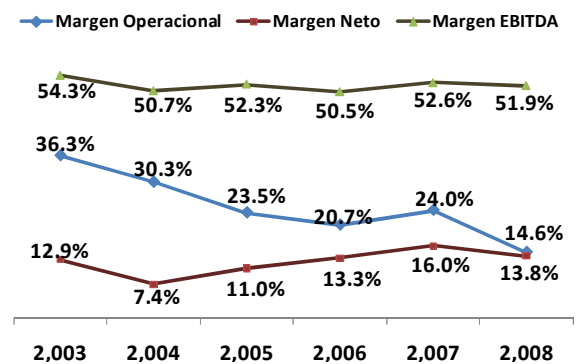
Estructura de Gastos Operacionales: Los gastos operacionales de ETB se han incrementado a lo largo de los últimos años. Las mayores inversiones que se han tenido que llevar a cabo en activos fijos, las provisiones derivadas de las demandas por cargos de acceso impuestas por otros operadores de telefonía han engrosado este rubro en los últimos 3 años. Es importante reiterar que el aumento en estos rubros no constituye una amenaza para la compañía, toda vez que estos no representan una salida efectiva de recursos.

Vale la pena resaltar que el indicador de número de líneas por empleado es hoy de 500 en ETB, nivel alcanzado por el empresas similares del sector hace más de cinco años por lo que queda un espacio importante de mejora en este rubro.

Distribución de los gastos 2003- 2008 (COP Billones)



Evolución de los Márgenes 2003- 2008



Fuente: Reportes de la Compañía.

En resumen, en los últimos cinco años, el margen EBITDA de ETB se encontraba alrededor de 52%, y el margen neto es en promedio cercano al 12%.

Pensiones de Jubilación: Durante el 2008 la compañía destinó cerca de \$100 mil millones para el fondeo del pasivo pensional, mientras que el gasto en pensiones y aportes al ISS ascendió a COP\$ 166 mil millones. Aunque las pensiones de jubilación no se contabilizan dentro del rubro de gastos operacionales, este si constituyen un egreso de recursos para la compañía y se consolida como de los frenos para el crecimiento de la empresa.

Actualmente la compañía tiene un pasivo pensional que de acuerdo al más reciente cálculo actuarial asciende a COP\$ 1.1 Billones, a pesar de que al cierre del 2008 ya se tenía fondeado más del 70% de estos recursos, sigue siendo un rubro que de no conmutarse, exige mantener la responsabilidad a cargo.

4. Proceso de selección de un inversionista estratégico

En marzo de 2009 la Asamblea de Accionistas de ETB aprobó la propuesta de vincular un inversionista estratégico a la compañía. De acuerdo con la Ley 142 de 1994 el proceso de capitalización lo puede adelantar la ETB sin mayores autorizaciones con la contratación de un asesor. Las reglas del proceso de vinculación de un socio estratégico están contenidas en el documento publicado por ETB en su página de internet y consta de los siguientes puntos clave:

Principales Eventos del Proceso del Proceso de Selección de un Inversionista Estratégico para la ETB S.A. E.S.P.

- ↓ Los interesados en ser socio estratégico de la ETB deben cumplir con los **requisitos de precalificación** y posteriormente ETB enviará una invitación a los interesados para entrar a la **Sala de Información** en donde encontrará la información necesaria para la valoración de la ETB. En paralelo los interesados adelantarán los trámites ante la superintendencia de industria y comercio para obtener la **NO OBJECCIÓN** de una eventual integración como accionista de ETB.
- ↓ La Asamblea de Accionistas será convocada de forma extraordinaria para someter a aprobación las siguientes **reformas estatutarias**: i) Aumento a 2 el **número de ejercicios** contables para la vigencia 2009; ii) Autorizar el Reglamento de **Conversión de Acciones** en el que se fijarán los términos para que los accionistas actuales conviertan una porción de sus acciones ordinarias en preferenciales; iii) Implementación de la Conversión de Acciones sujeta a que luego de presentar las ofertas sea escogida una de un inversionista estratégico interesado en tener manejo operativo de ETB.
- ↓ En la audiencia de **presentación de ofertas** se escogerá el inversionista estratégico que en caso de haber ofertado por el manejo operativo de ETB se compromete a suscribir 2.249.858.069 acciones ordinarias emitidas a su favor y el excedente de las 348.432.404 acciones ordinarias emitidas a favor de los **accionistas minoritarios** que no sea suscrito por los accionistas minoritarios.
- ↓ La Asamblea de Accionistas se reunirá por segunda vez de forma extraordinaria para i) aprobar el **aumento de capital** de la compañía y emitir las acciones ordinarias sin sujeción al derecho de preferencia y ii) aprobar los estados financieros con corte junio de 2009 y **liberar algunas reservas ocasionales** para decretar el pago de un dividendo extraordinario a los accionistas.
- ↓ Si el inversionista estratégico seleccionado ofreció por el manejo operativo de ETB, el Distrito y el Inversionista estratégico suscribirá un acuerdo de accionistas cuyo cumplimiento por parte de este último se encontraría respaldado por un contrato de prenda abierta sin tenencia de las acciones emitidas.
- ↓ Máximo 3 meses después de la fecha de cierre el inversionista estratégico realizaría una **OPA** dirigida a los accionistas minoritarios a un precio por acción igual o superior al del ofertado en el proceso de capitalización.

Fuente: Reglamento del Proceso

5. Proyecciones Financieras

Teniendo en cuenta el proceso descrito anteriormente, estimamos dos escenarios de crecimiento para la empresa teniendo en cuenta, que si bien, la compañía opera

actualmente un negocio con ingresos decrecientes en términos reales, la consecución de un socio estratégico arroja potenciales sinergias generadoras de valor.

En este sentido, el escenario base de crecimiento supone que la compañía no consigue un socio estratégico, y sigue adelantando el plan de crecimiento dentro de sus posibilidades, es decir, apalanca sus inversiones a través de deuda financiera sin recibir necesariamente incrementos sustanciales en sus ingresos.

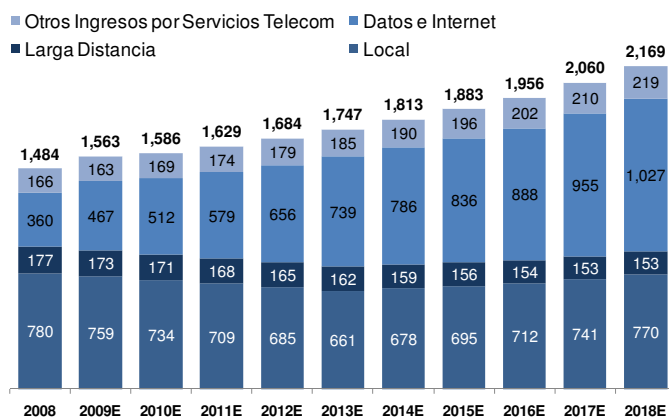
El segundo escenario plantea que la compañía adelanta exitosamente la consecución de un socio estratégico que encuentra algunos factores de generación de valor que incrementa el valor de la compañía frente al escenario base. A continuación detallamos los resultados de dichos ejercicios y su valoración.

Escenario Base – ETB sin Socio Estratégico

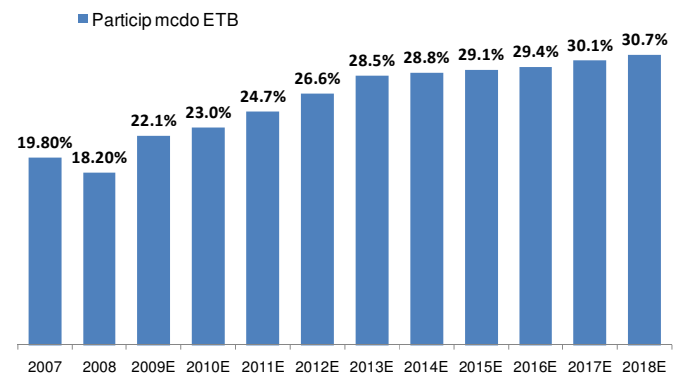
Ingresos: Teniendo en cuenta la inexistencia de barreras de entrada en el negocio de telefonía fija, para el periodo 2009-2018, estimamos que los ingresos operacionales crecen un 3.8% anualmente (nominal). Nuestras proyecciones contemplan una reducción del número de usuarios de telefonía del 1.4% promedio anual estabilizándose en el 2016. Estimamos que dicha disminución, afectará sostenidamente los ingresos recibidos por concepto de larga distancia, y afectará también los ingresos por concepto de telefonía fija que seguirían contrayéndose hasta el año 2011, año en el que consideramos se estabiliza la demanda por la inflexibilidad de los clientes corporativos.

En medio de este escenario adverso para los servicios tradicionales, estimamos un crecimiento importante para los ingresos por concepto de servicios de valor agregado (datos e Internet), que son la principal apuesta de la actual administración y es donde se concentran las posibilidades de crecimiento de la compañía teniendo en cuenta la baja penetración de dichos servicios en el país.

Ingresos Operacionales (COP Miles de Millones)



Participación en el mercado de servicios de VA



Cálculos: Corredores Asociados.

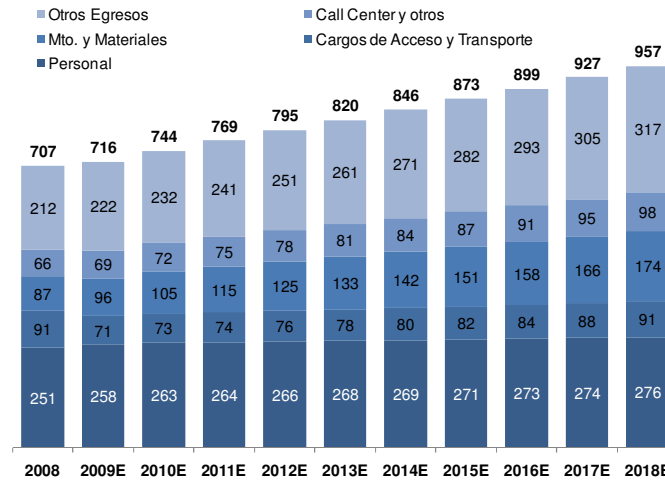
El crecimiento sostenido de los ingresos por servicios de valor agregado, se estimó en función de la inversión reciente en dicho sector, asumiendo la continuidad de estrategias como "Triple Play" orientados a ganar participación de mercado a partir de la vinculación de actuales clientes de telefonía fija a servicios de banda ancha. Cabe anotar que ETB cuenta con una masa crítica de clientes (1.8 millones) de líneas fijas facturando y tan solo 325.000



suscriptores facturando en banda ancha, por lo que tiene la oportunidad de aprovechar sus actuales suscriptores y sacarles más “kilometraje”.

Gastos de Administración, Operación y Mantenimiento Para los gastos que generan una salida efectiva de recursos, estimamos un crecimiento anual promedio de 3.07% para el periodo 2008 – 2018.

Proyección de Gastos de AOM (COP Miles de Millones)



Cálculos: Corredores Asociados.

Estimamos que las negociaciones con la convención colectiva son exitosas y los gastos en personal se mantienen estables durante el periodo de proyección, similar al comportamiento de los gastos por concepto de cargos de acceso.

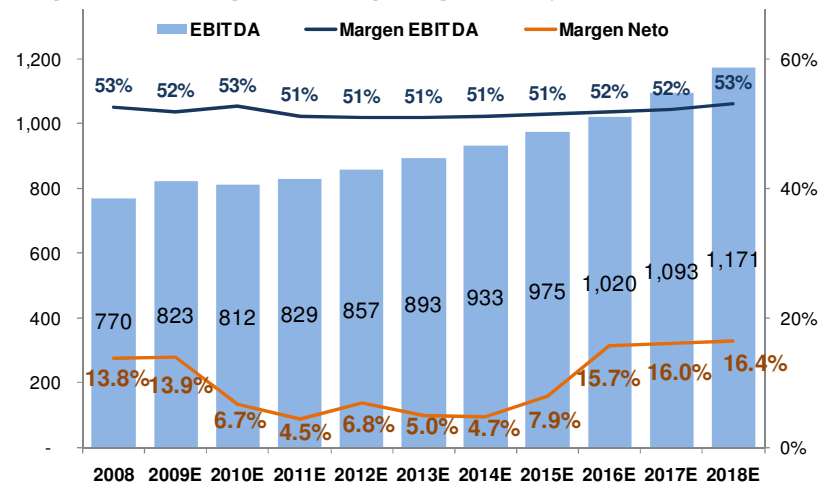
El rubro de los gastos para el cual estimamos un mayor crecimiento es el de Mantenimiento y Materiales, toda vez que la compañía llevará a cavo grandes inversiones en CAPEX que exigirán mayores egresos en este rubro.

Por último, estimamos que los otros egresos administrativos cómo vigilancia, seguros, fueron recientemente ajustados por la administración actual y consideramos que van a permanecer estables creciendo a niveles acordes a la inflación proyectada.

Resultados Financieros Proyectados: De acuerdo a los supuestos anteriormente detallados, la proyección del resultado operacional de ETB arroja un crecimiento anual promedio en el EBITDA de 4.28% nominal, en medio de un escenario conservador que a grandes rasgos se enmarca en la continua pérdida de ingresos altamente rentables, como lo son los ingresos por telefonía fija por combos.

En el mediano plazo, esperamos una paulatina reducción del margen EBITDA (2010 – 2013) y a su vez el margen EBITDA se mantendrá relativamente estable entre 51% y 53% para todo el periodo bajo análisis.

Proyección de Margen EBITDA y Margen Neto (COP Miles de Millones; %)



Cálculos: Corredores Asociados.

Por su parte, la utilidad neta se verá afectada en el corto plazo principalmente por:

- Mayor saldo en depreciaciones producto de la fuerte inversión en activos fijos.
- Ajustes en los gastos financieros a partir del endeudamiento adicional que deberá asumir la empresa entre finales del 2009 y 2010.
- Mejor flujo de ingresos no operacionales ya que se asume que ETB recibe el pago del préstamo efectuado a Colombia Móvil, y al mismo tiempo deja de pagar el impuesto al patrimonio que de acuerdo con la ley actual, solo lo pagarán hasta el año 2010.

Teniendo en cuenta lo anterior, estimamos que a partir del año 2015 la utilidad neta recupera los niveles históricos.

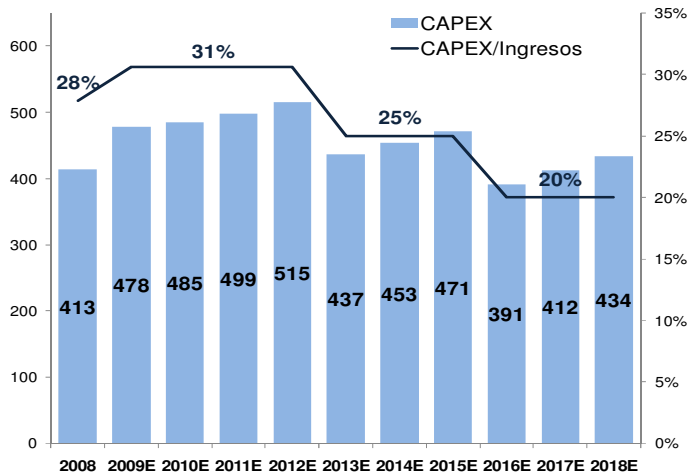
CAPEX: El enfoque que ha adoptado la compañía hacia el desarrollo de los servicios de valor agregado exige grandes esfuerzos en materia de CAPEX. La empresa, que duplicó su inversión neta en activos fijos entre el 2006 y el 2008, deberá mantener un elevado ritmo de inversión para garantizar sus posibilidades de expansión en el mercado de datos e Internet.

Al cierre del 2008 el CAPEX representó el 27% del total de ingresos y de acuerdo a la agresividad del plan de expansión en banda ancha, estimamos que este rubro crezca hasta representar el 30.6% de los ingresos entre el 2009 y el 2012, para luego retornar a niveles del 25% entre 2013 y 2015, y 20% entre 2016 y 2018.

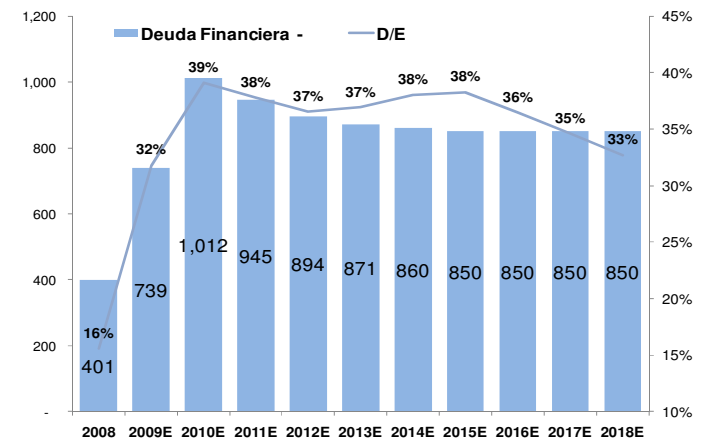
Deuda Financiera: Aunque la compañía muestra buena capacidad de generación de caja a partir de su operación, sin embargo, los altos niveles de inversión en CAPEX que ilustramos anteriormente, y teniendo en cuenta los intereses de los actuales accionistas en mantener el pago de dividendos en los niveles actuales, estimamos que es necesario contratar deuda en el 2009 por un monto cercano a COP 500.000 millones, con un apalancamiento adicional en 2010 por COP 350.000 millones.

Si bien este corresponde a un monto de deuda considerable, destacamos que al cierre del 2008 la deuda de ETB correspondía al 16% del valor de su patrimonio (incluyendo su pasivo pensional pendiente por fondear), por lo que este bajo nivel de endeudamiento deja espacio adicional para contratar créditos que permitan a este indicador situarse en niveles aún favorables para la empresa del orden del 32% a 36%.

Proyecciones de CAPEX (COP Miles de Millones)



Proyección Deuda Financiera (COP Miles de Millones)



Cálculos: Corredores Asociados.

Escenario con Socio Estratégico (capitalización)

La entrada de un socio estratégico a la ETB, hace necesario el ajuste de los supuestos de proyección del escenario base, dado que como resultado del proceso se espera absorber ciertas economías a escala imposibles de lograr con el número de suscriptores de la ETB.

Adicionalmente estamos asumiendo que para el socio estratégico la red de fibra óptica de ETB no resultará del todo excesiva dado que tecnologías como la televisión por IP requieren para su masificación una red de banda ancha de gran velocidad que llegue hasta las casas de los suscriptores (Fiber to the building – FTTB o Fiber to the home - FTTH) para garantizar la calidad de la imagen, por lo que la inversión de ETB en los últimos años no sería del todo redundante.

Las principales modificaciones a los supuestos del Escenario Base se describen a continuación:

- **Economías de Escala en el CAPEX:** Estimamos que el socio estratégico tiene una posición dominante en otros mercados por lo que tendría mayor poder de negociación frente a proveedores de tecnología para suplir las necesidades de equipos de ETB. Esto debería traducirse en menores costos de inversión requerida manteniendo las expectativas de crecimiento.
- **Ajuste en gastos de personal:** Un socio estratégico buscará llevar a la compañía a mayores niveles de eficiencia, que posiblemente implicarán una reducción de aproximadamente el 18% de la planta de personal entre 2010 y 2011. Esto se traduciría en menores costos de administración que resultan un componente generador de valor para la compañía.
- **Capitalización:** El proceso de consecución de un socio estratégico, contempla una capitalización de la ETB.
- **Integración de productos:** Teniendo en cuenta que un socio estratégico de las características que se busca con la precalificación, cuenta con la tecnología necesaria para integrar servicios propios de IPTV, al culminar exitosamente el proceso de consecución de un socio este logrará penetrar más rápido los actuales usuarios de telefonía fija de ETB con servicios de valor agregado.

6. Valoración

Para determinar el precio de la acción para cada uno de los escenarios planteados anteriormente, utilizamos dos metodologías de valoración, Flujo de Caja Descontado, y Múltiplos comparables. A la primera metodología le aplicamos sensibilidades a la tasa de descuento y al crecimiento a perpetuidad. En el caso de la valoración por múltiplos incluimos el análisis de múltiplos del mercado y transacciones comparables.

Flujo de Caja Descontado (FCD)

Por medio de esta metodología obtenemos el valor de la compañía al descontar los flujos de la compañía al costo promedio del capital y agregarle la caja existente y el valor de las inversiones de la ETB en compañías relacionadas.

Tanto en el Escenario Base como con el socio estratégico asumimos que la acción de Colombia Móvil se encuentra valorada al promedio de la valoración de la emisión de acciones de 2007 (COP 22.750 por acción) dado que si bien, los ingresos de la compañía se han incrementado frente al escenario planteado en dicha valoración, la utilidad operacional aún no reacciona por efecto de los cargos de conexión actuales. En los casos de Colvatec y Etel se asume un múltiplo de ganancias de 9.5x.

Escenario Base: En esta medida ETB tendrá que continuar con las limitaciones que le impiden obtener eficiencia en costos al mismo tiempo que mantener el pago de dividendos actual. A continuación detallamos el flujo de caja de acuerdo a los supuestos establecidos anteriormente:

FLUJO DE CAJA	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018
Cop\$ MM Corr										
EBIT	428,294	376,157	343,356	373,493	354,833	364,706	440,766	605,070	634,214	667,999
+ Depreciación	280,054	320,645	377,522	435,946	490,710	540,770	506,310	387,266	431,616	475,514
+ Provisiones	87,444	87,444	80,934	20,325	20,325	-	-	-	-	-
+ Amortización	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593
EBITDA	823,385	811,840	829,405	857,357	893,462	933,069	974,669	1,019,929	1,093,423	1,171,106
- Cambios en Capital de Trabajo	(4,382)	20,166	(12,322)	(15,399)	(18,554)	(19,826)	(20,708)	(22,722)	(31,263)	(32,801)
- Inversión en Activos Fijos	(478,154)	(485,207)	(498,525)	(515,352)	(436,652)	(453,360)	(470,816)	(391,180)	(411,934)	(433,782)
- Impuesto de Renta para	(177,550)	41,405	(44,651)	(29,780)	(27,020)	(25,706)	(25,488)	(24,359)	(23,605)	(23,378)
Flujo de Caja Libre (Operacional)	163,299	388,204	273,908	296,826	411,237	434,177	457,658	581,667	626,621	681,145
-Cambios en NO Corrientes	3,035	-	70,156	70,156	70,156	-	-	-	-	-
+Fondeo del Pasivo Pensional	(104,804)	(99,628)	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Ingresos No Operacionales	36,100	22,919	51,631	55,876	47,194	39,689	32,237	33,488	35,273	37,153
- Gastos No Operacionales	(168,009)	(175,065)	(182,067)	(189,350)	(196,924)	(204,801)	(212,993)	(221,513)	(230,373)	(239,588)
Flujo de Caja	(70,379)	136,431	213,628	233,508	331,663	269,065	276,901	393,643	431,521	478,710

Estimación de la Tasa de Descuento: La tasa libre de riesgo aplicada fue de 4.64%, una prima por riesgo de 3.83%, un beta apalancado de 1.29 y 336 pbs de riesgo país.

En el Escenario Base el WACC promedio del horizonte de valoración es de 11.87%, este a su vez asume un costo promedio del capital de 14.14% y un costo promedio de la deuda de 5.60% bajo diferentes estructuras de apalancamiento de acuerdo al escenario.

Teniendo en cuenta lo anterior, en el Escenario Base el valor de la compañía por FCD es de **COP 779 por acción**.

Tasa de Descuento	Crecimiento a Perpetuidad				
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
-1.0%	806	826	849	873	900
-0.5%	773	792	813	835	859
0.0%	743	760	779	799	821
0.5%	714	730	747	766	786
1.0%	687	702	718	735	753

Escenario con Socio Estratégico: Teniendo en cuenta las potenciales sinergias mencionadas con anterioridad, el flujo de caja bajo el escenario con socio estratégico se ajusta como se muestra en la siguiente tabla:

FLUJO DE CAJA	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018
Cop\$ MM Corr										
EBIT	428,294	411,570	418,089	469,662	468,288	493,481	581,874	753,668	793,434	838,592
+ Depreciación	280,054	315,533	360,117	400,848	440,324	477,129	432,469	307,016	343,050	377,987
+ Provisiones	87,444	87,444	80,934	20,325	20,325	-	-	-	-	-
+ Amortización	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593	27,593
EBITDA	823,385	842,140	886,734	918,428	956,531	998,202	1,041,935	1,088,277	1,164,076	1,244,172
- Cambios en Capital de Trabajo	(4,382)	16,580	(16,485)	(17,569)	(19,630)	(20,943)	(21,867)	(23,221)	(32,528)	(34,131)
- Inversión en Activos Fijos	(478,154)	(396,437)	(325,855)	(336,854)	(349,322)	(362,688)	(376,652)	(352,062)	(308,950)	(325,336)
- Impuesto de Renta para WACC	(177,550)	41,405	(58,835)	(66,951)	(60,776)	(53,861)	(54,460)	(54,466)	(54,787)	(55,560)
Flujo de Caja Libre (Operacional)	163,299	503,688	485,560	497,055	526,803	560,710	588,956	658,528	767,811	829,145
- Cambios en otros activos NO Corrien	3,035	-	70,156	70,156	70,156	-	-	-	-	-
+Fondeo del Pasivo Pensional	(104,804)	(99,628)	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Ingresos No Operacionales	36,100	22,919	51,631	55,876	47,194	39,689	32,237	33,488	35,273	37,153
- Gastos No Operacionales	(168,009)	(175,065)	(182,067)	(189,350)	(196,924)	(204,801)	(212,993)	(221,513)	(230,373)	(239,588)
+ Capitalización	2,615,549	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja para el Accionista	2,545,170	251,914	425,280	433,737	447,229	395,598	408,199	470,504	572,710	626,710

El WACC aplicado es en promedio del 12.37% y arroja un valor de **COP 1,007** por acción, 30% superior al escenario base. De nuevo, la sensibilidad sobre la tasa de descuento en este escenario se muestra a continuación:

Tasa de Descuento	Crecimiento a Perpetuidad				
	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
-1.0%	1,050	1,075	1,100	1,127	1,156
-0.5%	1,009	1,029	1,052	1,076	1,102
0.0%	968	986	1,007	1,029	1,052
0.5%	929	947	965	985	1,006
1.0%	894	909	926	944	964

Múltiplos Comparables

Para la valoración por múltiplos de mercado se tomaron como referencia empresas comparables en Latinoamérica y para la valoración por transacciones comparables se tomaron las más recientes operaciones de venta de compañías similares a ETB.

Nombre	País	EV/EBITDA E09	P/E09
Vivo Participacoes	Brasil	N.D.	12.25
Tele Norte Participacoes	Brasil	N.D.	8.21
Telesp	Brasil	N.D.	9.10
Telemar	Brasil	3.61	10.35
Entel	Chile	5.07	10.73
Axtel	Mexico	3.82	16.89
Promedio		4.17	11.25
ETB sin socio		4.17	15.77
ETB con socio		4.72	15.77

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corredores Asociados.



Con la información de múltiplos comparables, concluimos que el múltiplo EV/EBITDAE09 actualmente se encuentra en línea con sus comparables internacionales, mientras que el múltiplo P/E09 se encuentra por encima de su base de comparación.

Adicionalmente si tomamos las últimas transacciones comparables en el mercado de telecomunicaciones, ETB se encuentra por encima del múltiplo EV/Ventas en los dos escenarios y relativamente ajustado en el múltiplo de EV/EBITDA.

Fecha	Pais	Empresa	Comprador	EV/Ventas	EV/EBITDA
Sep-08	China	China Netcom Group Corp. (Hong Kong)	Telefonica Int.	2.3x	4.3x
Sep-08	Chile	Compañía de Telecom. de Chile	Inversiones Telefonica	1.9x	4.2x
Sep-08	Israel	Bezeq The Israel Telecom Corp. Ltd	Apax Partners	1.4x	4.3x
Oct-08	USA	Embarq Corporation	CenturyTel Inc	1.8x	4.5x
Promedio Transacciones Comparables				1.9x	4.3x
ETB sin socio				2.2x	4.2x
ETB con socio				2.5x	4.7x

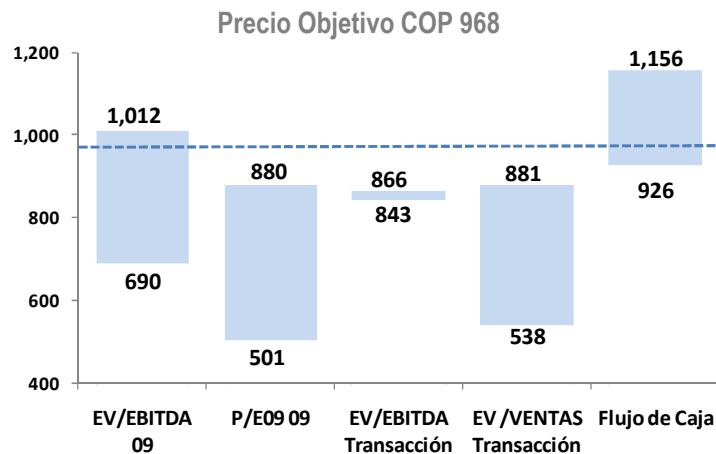
Fuente: Merger market, Capital IQ. Cálculos: Corredores Asociados.

En general la valoración de los dos escenarios con múltiplos resulta muy similar. El rango de valoración para el múltiplo proyectado de P/E es idéntico en los dos casos, lo que se explica porque nuestras estimaciones de utilidades netas al 2009 no varían en el escenario del socio estratégico ya que estos ajustes comenzarán a hacer efecto únicamente a partir del 2010.

Conclusiones de la Valoración

Teniendo en cuenta que el valor de ETB depende estrechamente de sus posibilidades de vincular a un socio, hemos decidido fijar nuestro precio objetivo suponiendo que antes de que finalice el 2009 la compañía contará con un nuevo socio estratégico. Así, ponderamos al 80% el precio obtenido por la metodología de FCD, 5% el múltiplo proyectado P/E, y 15% el múltiplo proyectado EV/EBITDA.

Solo a modo informativo estimamos el precio para el escenario base de **COP 803 por acción**, 22% inferior al Precio Objetivo con Socio Estratégico **COP 968 por acción**.





7. Consideraciones Finales.

Aunque desconocemos documentos clave como el Acuerdo de Accionistas, creemos que las características de ETB habrá por lo menos un interesado.

Vale la pena resaltar que el escenario con socio estratégico incluye el reparto de un dividendo extraordinario antes de la capitalización de la compañía por un valor entre \$36 y \$64 por acción que dependerá de las reservas que se utilicen para este efecto y de la caja disponible al cierre de junio de 2009.

Adicionalmente consideramos relevante aclarar que bajo el escenario de capitalización, la compañía mantiene una disponibilidad significativa de caja, que de acuerdo a nuestras proyecciones excede los requerimientos de su operación, sin embargo, la información pública disponible no es suficiente para definir la destinación de dichos recursos.

Por último, si bien la acción se encuentra negociándose a niveles cercanos a su Precio Objetivo 2009 de **COP 968 por acción** todo depende del éxito en el proceso que a su vez depende de que detalles como la prenda de las acciones sujeta a los compromisos del Acuerdo de Accionistas sean bien tomadas por los interesados en la ETB.

Departamento de Investigaciones Corredores Asociados

Análisis macroeconómico y de mercados

Julián Cárdenas
Analista Senior
jcardenas@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 173

Francisco Chaves
Estrategias Renta Fija
fchaves@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 220

Mercado de capitales

Johanna Castro
Analista Senior de mercado de capitales
jcastro@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 114

Carlos Quintero
Analista de mercado de capitales
cquintero@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 110