

Precio Objetivo Dic/09 \$710

Precio Actual \$1,005

04 de Agosto de 2009

**Perfil de la compañía**

ETB es una empresa integrada de comunicaciones con operación en Colombia. La compañía provee los servicios de telefonía fija local y de larga distancia, Internet conmutado y banda ancha, transferencia de datos y telefonía pública. La compañía posee el 24,9% de Colombia Móvil una empresa de telefonía móvil cuyos otros dueños son EPM (UNE) y Millicom.

Acciones en circulación (Mill)	3,548,665
Beta vs IGBC	0.94
Flotante	11.60%
Capitalización Bursatil	3,566,408
Rango de las 52-semanas \$	585 - 1005
Volumen Promedio Diario 2009	725

	2008	2009E	2010E
ROE	7.94%	12.96%	5.40%
ROA	4.04%	6.22%	2.51%
RPG	9.94 x	10.01 x	24.62 x
P/VL	0.79 x	1.30 x	1.33 x
EV/EBITDA	4.15 x	4.38 x	4.06 x
Yield	7.28%	5.00%	2.39%

**Juan C. Dauder**  
jd@interbolsa.com  
(574) 3199416

**Jairo Agudelo**  
ja@interbolsa.com  
(574) 3199414

## RESULTADOS FINANCIEROS 2T 2009 Y AJUSTES EN VALORACIÓN

A pesar de que los resultados de ETB dejaron mucho que desear en términos operativos la reversión de provisiones oficializada por la compañía nos lleva a ajustar al alza del precio objetivo debido a que habría que descontar un menor valor de contingencias al valor de la operación. Con base en lo anterior, incrementamos nuestro precio de valoración en 10.25% desde \$644 hasta \$710, pero mantuvimos nuestra recomendación de VENTA dado que el último cierre del mercado fue en \$1,005 lo que implica que, existe un potencial de desvalorización de 29.35% respecto a su valor justo.

Los resultados de 2T de 2009 pueden calificarse como débiles en términos operativos, sin embargo, fueron favorecidos por el positivo efecto que causó la reversión de la provisión realizada para cubrir el laudo con Telefónica Móviles fallado actualmente a favor de ETB. En líneas generales, se destaca lo siguiente:

- **Se ratifican tendencias:** En el segundo trimestre de 2009 los resultados financieros de ETB continuaron ratificando las tendencias esperadas en el negocio de telecomunicaciones, es decir, una moderación en el crecimiento o declive en las líneas tradicionales de negocio (telefonía local y larga distancia) y un incremento significativo en Internet.
- **Rubros operativos por debajo de lo esperado:** Todos los rubros operativos estuvieron por debajo de lo esperado. Los ingresos registrados fueron comparativamente tan bajos, que aunque los costos y gastos estuvieron casi 5% por debajo de lo anticipado, la utilidad operativa y el EBITDA fueron considerablemente más bajos, 18.02% y 16.76% respectivamente.
- **Utilidad neta impulsada por positivo balance no operativo:** La reversión que la compañía realizó de las provisiones para el laudo arbitral de Telefónica Móviles (cerca de \$246 mil millones) elevó significativamente el neto no operativo y por esta vía la utilidad neta. El balance no operativo se vio también favorecido por la no aparición del pago de intereses del laudo de Comcel y por el abono de los rendimientos de fiducia del pasivo pensional fondeado.

A pesar de la significativa mejora de la utilidad neta pensamos que el resultado no puede calificarse como positivo, dado que esto se debió a un hecho no recurrente, por tal motivo ratificamos nuestra recomendación de venta a los actuales precios del mercado.

## RESULTADOS FINANCIEROS ETB 2T 2009

En el segundo trimestre de 2009 los resultados financieros de ETB continuaron ratificando las tendencias esperadas en el negocio de telecomunicaciones, es decir, una moderación en el crecimiento o declive en las líneas tradicionales de negocio (telefonía local y larga distancia) y un incremento significativo en Internet.

Es así, como frente al mismo trimestre del año pasado los ingresos totales de la compañía registraron una caída de 3.77%. Esta se explica en una baja de los rubros de telefonía local, larga distancia saliente y otros ingresos, causando descompensación por el incremento en los servicios de Internet y larga distancia internacional entrante. Así, aunque los costos permanecieron prácticamente estables frente a los del mismo trimestre del año pasado, tanto la utilidad operacional como el EBITDA presentaron amplias reducciones.

**Tabla 1. Resultados financieros comparativos 2T 2009 vs. 2T 2008**

Cifras en miles de pesos	2T 2008	2T 2009	Var. %
<b>Ingresos operacionales</b>	<b>367,994,496</b>	<b>354,136,360</b>	<b>-3.77%</b>
<b>Ingresos por telefonía e internet</b>	<b>336,252,377</b>	<b>319,588,341</b>	<b>-4.96%</b>
Local	201,096,137	171,565,068	-14.69%
Larga distancia	49,438,992	31,865,955	-35.54%
Datos e internet	85,717,248	116,157,318	35.51%
<b>Otros ingresos por telecomunicaciones</b>	<b>31,531,975</b>	<b>31,751,315</b>	<b>0.70%</b>
Ingresos minutos internacionales	12,149,814	15,204,119	25.14%
Otros diferentes larga distancia entrante	19,382,161	16,547,196	-14.63%
<b>Costos y gastos</b>	<b>299,580,827</b>	<b>300,386,774</b>	<b>0.27%</b>
<b>Utilidad operacional</b>	<b>68,323,183</b>	<b>53,749,586</b>	<b>-21.33%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>197,069,498</b>	<b>170,023,732</b>	<b>-13.72%</b>
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>19,508,582</b>	<b>194,245,118</b>	<b>895.69%</b>

Fuente: ETB, Cálculos InterBolsa

Frente a nuestros estimados, todos los rubros operativos estuvieron por debajo. Sin embargo la desviación de los ingresos fue tan considerable que aún cuando los costos y gastos estuvieron casi 5% por debajo de lo anticipado, la utilidad operativa y el EBITDA fueron considerablemente más bajos 18.02% y 16.76% respectivamente.

La mayor sorpresa del segundo trimestre fue la reversión de las provisiones que la compañía había realizado para el laudo arbitral de Telefónica Móviles (cerca de \$246 mil millones), lo cual elevó significativamente el neto no operativo y por esta vía la utilidad neta. El balance no operativo se vio también favorecido por la no aparición del pago de intereses del laudo de Comcel y por el abono de los rendimientos de fiducia del pasivo pensional fondeado.

**Tabla 2. Resultados financieros comparativos 2T 2009 vs. 2T 2008 esperado**

<b>Cifras en miles de pesos</b>	<b>2T 2009 E</b>	<b>2T 2009</b>	<b>Var.%</b>
<b>Ingresos operacionales</b>	<b>381,320,146</b>	<b>354,136,360</b>	<b>-7.13%</b>
<b>Ingresos por telefonía e internet</b>	<b>348,486,414</b>	<b>319,588,341</b>	<b>-8.29%</b>
Local	204,169,251	171,565,068	-15.97%
Larga distancia	45,372,828	31,865,955	-29.77%
Datos e internet	98,944,336	116,157,318	17.40%
<b>Otros ingresos por telecomunicaciones</b>	<b>32,833,732</b>	<b>31,751,315</b>	<b>-3.30%</b>
Ingresos minutos internacionales	12,225,371	15,204,119	24.37%
Otros diferentes larga distancia entrante	20,608,360	16,547,196	-19.71%
<b>Costos y gastos</b>	<b>315,755,231</b>	<b>300,386,774</b>	<b>-4.87%</b>
<b>Utilidad operacional</b>	<b>65,564,915</b>	<b>53,749,586</b>	<b>-18.02%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>204,257,210</b>	<b>170,023,732</b>	<b>-16.76%</b>
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>16,409,855</b>	<b>194,245,118</b>	<b>1083.71%</b>

Fuente: ETB, Cálculos InterBolsa

Como conclusión podría decirse que los resultados de ETB en el 2Q de 2009 fueron negativos en la medida en que las principales variables del negocio presentaron un significativo deterioro. Esto implica que la compañía continúa por la senda de destrucción de valor que hemos señalado previamente y hace que la necesidad del socio estratégico sea cada vez más urgente.

A pesar de la significativa mejora de la utilidad neta pensamos que el resultado no puede calificarse como positivo, dado que esto se debió a un hecho no recurrente. Por tal motivo, ratificamos nuestra recomendación de venta a los actuales precios del mercado.

---

## EFECTO DE LAS REVERSIONES EN LA VALORACIÓN

Dado que la compañía ha oficializado la reversión de provisiones del laudo de Telefónica Móviles, hemos decidido evaluar el efecto de esta decisión en la valoración. Para ello, incorporamos el valor de las recuperaciones del 2Q 2009 en los ingresos no operativos del estado de resultados y ajustamos su efecto en el Balance General.

En línea con lo anterior, el ajuste realizado fue el siguiente:

- Reconocimiento de un mayor valor en recuperaciones equivalente a un 100% del valor de la reversión de provisiones.
- Dedución en el rubro de Contingencias del 100% del valor de la reversión de provisiones.
- Ajustar los impuestos por pagar con el valor resultante de las provisiones reversadas multiplicadas por la tasa efectiva de impuestos.

Los ajustes mencionados generaron un aumento de la valoración dado que con el ajuste mencionado se disminuyen los descuentos realizados al valor de la operación, puntualmente esto se refiere a un menor valor de contingencias en el pasivo y a un menor valor de la deuda que se deriva de unas menores necesidades de caja, con motivo del incremento patrimonial resultante del incremento de la utilidad neta. A continuación, presentamos los efectos sobre la valoración.

---

**Tabla 3. Resumen de Valoración sin reversión de provisiones**

---

Resumen Valoración	2009
<b>VPN FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>2,064,047,551</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>0.00%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>-2.91%</b>
Valor Residual en Año N	3,535,881,813
VPN Valor de Continuidad	1,578,784,385
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3,642,831,935</b>
(-) Endeudamiento Financiero	973,432,615
(-) Deuda Pensional y Contingencias	888,933,241
(+) Disponible e Inversiones Temporales	136,959,414
(+) Inversiones Permanentes	368,749,800
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>2,286,175,293</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,664
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>644</b>

Fuente: InterBolsa

**Tabla 4. Resumen de Valoración con reversión de provisiones**

Resumen Valoración	2009
<b>VPN FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>1,999,098,295</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>0.00%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>-2.91%</b>
Valor Residual en Año N	3,586,286,955
VPN Valor de Continuidad	1,601,987,103
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3,601,085,398</b>
(-) Endeudamiento Financiero	943,778,786
(-) Deuda Pensional y Contingencias	642,892,224
(+) Disponible e Inversiones Temporales	136,959,414
(+) Inversiones Permanentes	368,693,308
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>2,520,067,110</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,664
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>710</b>

Fuente: InterBolsa

**Tabla 5. Sensibilidad ante WACC y G**

Sensibilidad precio objetivo ante cambios en WACC y G							
% WACC	G						
	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	5.0%
<b>85%</b>	824	<b>872</b>	929	997	1,079	1,179	1,307
<b>90%</b>	770	<b>812</b>	861	919	988	1,072	1,176
<b>95%</b>	721	<b>758</b>	801	851	910	980	1,066
<b>100%</b>	<b>678</b>	<b>710</b>	<b>747</b>	<b>791</b>	<b>841</b>	<b>901</b>	<b>974</b>
<b>105%</b>	638	<b>667</b>	700	738	781	833	894
<b>110%</b>	602	<b>628</b>	657	690	728	773	825
<b>115%</b>	569	<b>592</b>	618	647	681	720	765
<b>120%</b>	539	<b>560</b>	583	609	639	673	712

Fuente: InterBolsa

Con base en lo anterior, incrementamos nuestro precio de valoración en 10.25%, desde \$644 hasta \$710. Sin embargo, mantenemos nuestra recomendación de venta dado que el último cierre del mercado fue en \$1,005, lo que implica que existe un potencial de desvalorización de 29.35% respecto a su valor justo.

<b>Calificación de la acción</b>	<b>Definición</b>
<b>Compra</b>	Se espera que la acción retorne más del 15% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
<b>Mantener</b>	Se espera que la acción retorne entre el 0% y el 15% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
<b>Venta</b>	Se espera que la acción retorne menos del 0% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
<b>Cambio en Recomendación</b>	1. Por actualización de cobertura. 2. Por permanecer durante cinco (5) días consecutivos en una recomendación superior/inferior.

## Investigaciones y Negocios Internacionales

### Equipo de Acciones

#### **Rupert James Stebbings**

Director de Investigación y Negocios  
rs@interbolsa.com  
(574) 315 9855

#### **Jose Fernando Restrepo**

Analista Sector Financiero  
jr@interbolsa.com  
(574) 3199415

#### **Juan Camilo Dauder**

Analista sectores Energético y Minero  
jd@interbolsa.com  
(574) 3199416

#### **Jairo Julian Agudelo**

Analista sector Textil, Comercio y Alimentos  
ja@interbolsa.com  
(574) 3199414

#### **Natalia Agudelo**

Analista Sector Construcción y Servicios Públicos  
na@interbolsa.com  
(574) 3199446

#### **Claudia Olaya**

Analista Junior de Acciones  
co@interbolsa.com  
(574) 3197800

### Equipo Macroeconómico

#### **Carlos Ramos**

Analista Macroeconómico  
cr@interbolsa.com  
(571) 325 6569

### Equipo de Negocios Internacionales

#### **Andres Jimenez**

Director de Negocios Internacionales  
aj@interbolsa.com  
(574) 315 9804

#### **Juan Pablo Vieira**

Trader Internacional de acciones  
jv@interbolsa.com  
(574) 3199487

#### **Bogotá**

Edificio InterBolsa Av. 82 No. 12 - 18, Piso 3  
Tel: (571) 325 65 40  
Fax: 325 65 44

#### **Medellín**

Edificio BVC, Cra 43A No. 1 - 50, Piso 5, Torre 3  
Tel: (574) 319 78 00  
Fax: 319 94 44 - 319 94 10

#### **Cali**

Av. 4 Norte No. 6N - 67, Edificio Siglo XXI, Of 201  
Tel: (572) 685 32 00  
Fax: 685 32 01

#### **Manizales**

Cra 23 No. 64B - 33 Edificio Casa Luker  
Tel: (576) 875 61 61  
Fax: 875 61 50

#### **Bucaramanga**

Cll 36 No. 26 - 48 Int. 110  
Oficina 201, Centro Empresarial Suramericana  
Tel: (577) 632 00 80

#### **Barranquilla**

Cll 76 No. 54 - 11, Edificio World Trade Center, Of 1501  
Tel: (575) 369 58 00  
Fax: 369 58 00

InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, deja constancia que las opiniones expresadas en este informe reflejan exactamente la opinión personal del analista sobre la compañía o compañías en cuestión elaborada a partir de información pública y de fuentes consideradas confiables. Además, InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa y el analista certifican que no han recibido, ni recibirán ninguna remuneración directa o indirecta a cambio de expresar una recomendación específica en este informe. InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, esta comprometida en proporcionar investigación independiente y objetiva para el mercado. En el curso normal del negocio, InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa, se propone buscar la remuneración por los servicios prestados. La remuneración del analista se basa, en parte, en la rentabilidad de la firma. El analista investigador no ha participado en ninguna transacción de banca de inversión de la compañía o las compañías en cuestión, no tiene posición en las titularizaciones de estas compañías y no presta servicios a estas.

InterBolsa S.A. Comisionista de Bolsa intenta hacer negocio con las compañías incluidas en este informe, lo que eventualmente podría constituirse en un conflicto de interés, por lo tanto los inversionistas deben considerar este informe solamente como un factor para tomar su decisión de inversión. La comisionista no se compromete con que se cumplan las expectativas puestas en el informe, toda vez que están soportadas en supuestos determinados por información de carácter público.