

Flash de Compañía

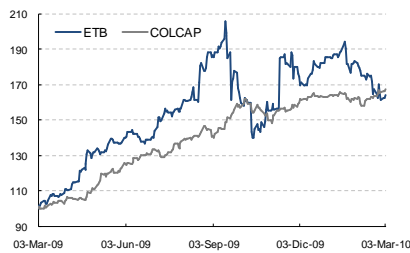
ETB: Contrario a lo esperado, la compañía no repartirá dividendo ordinario

Preparado por:

Juan Nicolás Pardo Ayala
1 607 8090
jnpardo@valoresbancolombia.com

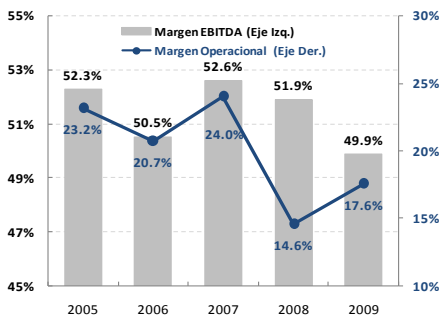
Mínimo 52 Semanas	\$ 608
Máximo 52 Semanas	\$ 1,280
Precio de Mercado al 03-Mar-10	\$ 1,035
Variación Año Corrido (%)	-10.4%
Acciones en Circulación (mm)	3,550.55
Capitalización Bursátil (\$mm)	3,674,823
Precio Objetivo 2010E	\$970
Potencial de Valorización	-6.3%

**Gráfico 1. ETB Vs. COLCAP
(Mar' 09 = 100)**



Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de la BVC

Gráfico 2. Márgenes de Rentabilidad

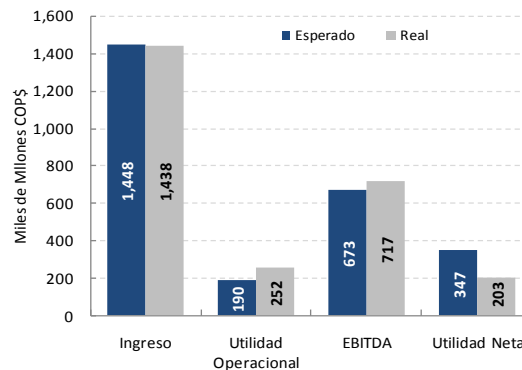


Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de ETB

Resumen Ejecutivo:

- Durante 2009, las utilidades netas de ETB presentaron una sorpresiva contracción de 0.6% frente al año anterior al ubicarse en \$202.956 millones. Este fenómeno toma lugar a pesar de un avance del 10,2% en la utilidad operacional, haciendo que la porción post-operativa de su estado de resultados vuelva a ser la variable explicativa de la generación de resultados netos del ejercicio.
- Los ingresos operacionales de la compañía ascendieron a \$1.43 billones al cierre de 2009, alineados en un 98% con nuestra expectativa (ver gráfico 3). Estos presentaron una reducción anual de 3.1%, variación explicada por el continuo deterioro de los renglones de telefonía local y larga distancia (LD), rubros que contribuyen en un 59% al ingreso, y que durante el último año se contrajeron en un 11.9%.

Gráfico 3. Resultados Comparados



Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de ETB

- Pese a lo anterior, rescatamos la favorable evolución de los ingresos por datos e Internet, negocio que sigue presentando significativos crecimientos, alineados con la estrategia de la firma. Durante 2009 este renglón creció un 25.9%, y logró compensar en un 82% las pérdidas en telefonía fija y LD. Asimismo, este negocio pasó de representar una cuarta parte del ingreso operacional de ETB en 2008 a cerca de un tercio en 2009.

- El mejor resultado operacional del periodo, el cual ascendió a \$252.356 millones, (un 32.6% por encima de nuestras estimaciones) reflejó el positivo desempeño de los costos y gastos totales, los cuales cayeron 5.5% frente a 2008. Al respecto rescatamos que durante el 4T09 la administración logró ahorros importantes en esta materia, al ser éste el trimestre de mayor contracción anual del gasto.

La porción no operacional del estado de resultados trajo consigo sorpresas negativas luego de mostrar una contracción del 62.9% frente al trimestre anterior, y a pesar del crecimiento del 8.4% que registra en términos anuales. La generación de otros gastos no operacionales por \$192.845 millones en el 4T09, dentro de los cuales se destaca la provisión impuestos asociados a inversiones permanentes, diluyó de manera significativa ingresos no recurrentes que había obtenido la empresa trimestres atrás por la reversión de provisiones, y que el mercado descontaba como un dividendo extraordinario.

De acuerdo a lo reportado por el emisor el proyecto de distribución de utilidades del ejercicio 2009 (el cual será sometido a consideración de la asamblea el próximo 29 de marzo) no contempla ningún pago por dividendos a los accionistas, situación que explicó la desvalorización de 3.3% en el precio de la acción durante la sesión en la que se dio a conocer este anuncio.

La reducción en el dividendo propuesto refleja la incorporación de una reserva por depreciación fiscal equivalente al 99.9% de la utilidad neta del periodo, deducción que limita la capacidad de distribución de utilidades de la firma. Como se observa en la tabla 2, este mecanismo ha sido utilizado tradicionalmente por el emisor en aras de lograr eficiencias fiscales a la luz del artículo 130 del estatuto tributario colombiano¹. Sin embargo, en 2009 tal reserva alcanzó su registro más alto de los últimos 5 años, y redujo de manera importante los recursos disponibles para la distribución de dividendos a favor de sus accionistas.

Desde nuestra perspectiva, con esta decisión, ETB está capturando los beneficios fiscales que le ofrece el marco legal vigente, al tiempo que logra retener caja dentro de su balance, la cual podrá ser liberada más adelante a manera de dividendo extraordinario, una vez se materialice la incorporación de un socio estratégico.

Tabla 2. ETB - Evolución de la Reserva para Depreciación Fiscal (Cifras en Miles Millones)

	2005	2006	2007	2008	2009*
Utilidad Neta (A)	139,907	185,706	240,789	204,137	202,957
Reserva por Dep. Fiscal (B)	91,000	168,000	109,900	53,579	202,801
(B) / (A)	65.0%	90.5%	45.6%	26.2%	99.9%
Utilidad Neta después de Reserva por Depreciación Fiscal (A) – (B)	48,907	17,706	130,889	150,558	156
<i>Dividendo Decretado</i>	<i>\$9.0</i>	<i>\$23.8</i>	<i>\$38.9</i>	<i>\$41.6</i>	<i>\$0.0</i>

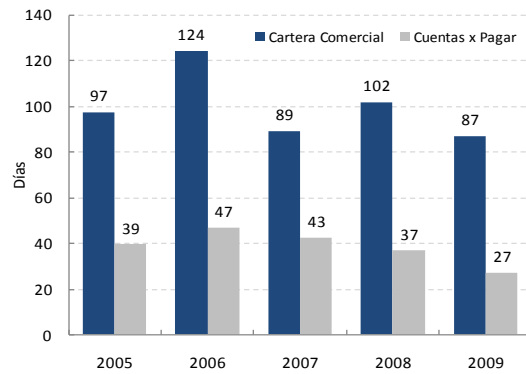
(*) Cálculos propios

Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de ETB

Dentro de la operación de la firma sobresale la evolución de su capital de trabajo, en donde los avances logrados en la porción activa del balance fueron parcialmente diluidos por el deterioro del pasivo. De un lado se experimentó una contracción en la rotación de su cartera comercial al pasar de 102 días en 2008 a 87 días en 2009, situación que se tradujo en una liberación de recursos por cuentas por cobrar de \$73.144 millones. Por su parte, la rotación de proveedores tuvo un comportamiento negativo al pasar de 37 días en 2008 a 27 días en 2009, lo que a su vez significó una inversión de \$69.155 millones.

¹ ARTICULO 130. CONSTITUCIÓN DE RESERVA. Los contribuyentes que en uso de las disposiciones pertinentes soliciten en su declaración de renta cuotas de depreciación que excedan el valor de las cuotas registradas en el Estado de Pérdidas y Ganancias, deberán, para que proceda la deducción sobre el mayor valor solicitado fiscalmente, destinar de las utilidades del respectivo año gravable como reserva no distribuible, una suma equivalente al setenta por ciento (70%) del mayor valor solicitado. Cuando la depreciación solicitada fiscalmente sea inferior a la contabilizada en el Estado de Pérdidas y Ganancias, se podrá liberar de la reserva a que se refiere el inciso anterior, una suma equivalente al setenta por ciento (70%) de la diferencia entre el valor solicitado y el valor contabilizado.

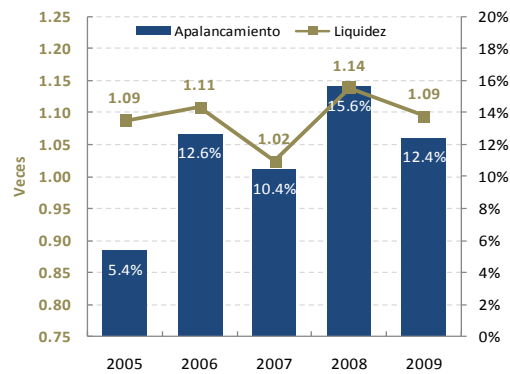
Gráfico 4. Rotación Capital de Trabajo



Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de ETB

Esta dinámica no se tradujo en el deterioro de los indicadores básicos de liquidez de la firma, al lograr mantener una relación del activo y el pasivo corriente en 1.09 veces, lo anterior teniendo en consideración que a lo largo del año se redujo el saldo de la deuda en un 22.0%. Por su parte, tal reducción favoreció el nivel de apalancamiento medido por la relación deuda bruta sobre patrimonio, el cual pasó de 15.6% a 12.4%.

Gráfico 5. Evolución Indicadores de Liquidez y Apalancamiento



Fuente: Cálculos Valores Bancolombia con datos de ETB

En materia del balance destacamos el saldo de dividendos por pagar al cierre de 2009 por \$129.935 millones, equivalente al 87.9% de las utilidades para distribuir correspondientes al ejercicio de 2008. El monto de este pasivo sugiere que el Distrito de Bogotá, principal accionista de la firma, aún no reclama los dividendos que le corresponden, situación que sorprende dadas las continuas necesidades de financiación de la ciudad.

A lo largo de 2010, ETB se ubica como el cuarto emisor de mayor volatilidad en el mercado accionario, luego de que su acción alcanzara un coeficiente de variación del 5.42% frente al 1.21% del índice de referencia COLCAP. Este mayor nivel de dispersión en los precios de mercado refleja la incertidumbre y atención de los inversionistas en torno a los avances del proceso de incorporación de un socio estratégico. De acuerdo al más reciente cronograma de actividades, hasta el próximo 5 de abril se llevará a cabo la audiencia pública en la que podrá tomar lugar una puja entre los proponentes, en caso de que para tal fecha exista más de un interesado. Hasta entonces, es previsible que la acción continúe experimentando altos niveles de volatilidad, los cuales, en lo corrido del año han estado acompañados de pronunciadas desvalorizaciones, siendo ETB la acción de mayor caída a lo largo de 2010 (-10.4%).

Para diciembre de 2010 mantenemos nuestro precio objetivo de \$970 por acción, dado que el desempeño operacional de la compañía al cierre de 2009 no ofrece razones suficientes para reconsiderar los supuestos de proyección de nuestro escenario base de valoración.

**Tabla 2. Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá
Información Financiera I**

Supuestos de valoración	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Ingreso Telefonía. Local	-4.0%	-9.3%	-3.8%	-3.4%	-3.0%	-2.6%	-0.7%	-0.7%
Suscriptores Banda Ancha (Miles)	325	374	422	469	502	537	564	592
Capex / Ventas	29.8%	27.7%	24.9%	24.8%	24.7%	24.5%	17.3%	17.1%
Estado de Resultados (Cifras en Miles de Millones)								
Ingreso Operacional	1,484	1,448	1,448	1,455	1,483	1,520	1,565	1,616
Gastos administrativos	1,267	1,195	1,304	1,355	1,405	1,422	1,476	1,521
Utilidad operacional	216	252	144	100	77	98	89	96
EBITDA	770	717	643	622	620	629	645	665
Resultado no-operacional	64	70	-94	77	35	-17	-54	-86
Utilidad antes de impuestos	280	322	50	356	354	334	344	344
Utilidad neta	204	203	38	33	64	47	87	107
Datos por acción								
Acciones en Circulación (Millones)	3,550.6	3,550.6	3,550.6	3,550.6	3,550.6	3,550.6	3,550.6	3,550.6
P/E	9.9	20.2	89.9	103.9	53.4	73.7	39.6	32.2
P/VL	0.79	1.63	1.30	1.30	1.28	1.29	1.26	1.25
EBITDA/Acción	216.9	202.0	181.0	175.1	174.7	177.2	181.7	187.4
Utilidad por acción	57.5	57.2	10.8	9.3	18.2	13.2	24.5	30.1
Dividendo por acción	41.6	0.0	7.8	6.8	13.1	9.5	17.7	21.8
Crecimiento								
Ingresos	-1.2%	-2.4%	0.0%	0.5%	1.9%	2.5%	3.0%	3.2%
Utilidad Operacional	-40.1%	17%	-43%	-30.6%	-22.5%	26.6%	-9.1%	7.3%
EBITDA	-2.5%	-6.9%	-10.4%	-3.3%	-0.2%	1.4%	2.5%	3.2%
Utilidad Neta	-15.2%	-1%	-81%	-13.5%	94.5%	-27.5%	85.8%	23.1%

**Tabla 2. Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá
Información Financiera II**

Márgenes de Rentabilidad	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Operacional	14.6%	17.4%	9.9%	6.9%	5.2%	6.4%	5.7%	5.9%
EBITDA	51.9%	49.5%	44.4%	42.7%	41.8%	41.4%	41.2%	41.2%
Neto	13.8%	14.0%	2.6%	2.3%	4.3%	3.1%	5.5%	6.6%
ROA	4.0%	4.2%	0.7%	0.6%	1.1%	0.8%	1.5%	1.8%
ROE	7.9%	8.1%	1.4%	1.2%	2.4%	1.7%	3.2%	3.9%
Balance General (Cifras en Miles de Millones)								
Efectivo & Inversiones Temporales	232	218	301	826	1,012	1,129	1,237	1,550
Deudores Operacionales	420	346	370	372	379	388	400	413
Inventarios	12	17	17	17	18	18	19	19
Activo Corriente	900	784	903	1,227	1,425	1,558	1,685	2,019
Activo No Corriente	4,149	4,057	4,521	4,449	4,364	4,301	4,121	3,924
TOTAL ACTIVO	5,049	4,842	5,424	5,676	5,789	5,860	5,806	5,943
Deuda Financiera CP	113	10	48	28	0	199	0	0
Deuda Financiera LP	288	302	684	856	856	658	658	658
TOTAL PASIVO	2,478	2,321	2,771	3,020	3,101	3,180	3,080	3,193
TOTAL PATRIMONIO	2,572	2,521	2,653	2,656	2,689	2,679	2,726	2,750
Deuda								
Deuda Financiera Total	401	313	732	885	856	856	658	658
Deuda Bruta/EBITDA (Veces)	0.52	0.44	1.14	1.42	1.38	1.36	1.02	0.99
Deuda Bruta / Patrimonio	15.6%	12.4%	27.6%	33.3%	31.9%	32.0%	24.1%	23.9%

Valores Bancolombia | Análisis de Renta Variable y Portafolios | (571) 607 80 90|Bogotá – Colombia

NOMBRE	CARGO	CORREO ELECTRÓNICO
Luisa Fernanda Charry Velásquez	Gerente de Análisis de Renta Variable y Portafolios	lfcharry@valoresbancolombia.com
Juan Nicolás Pardo Ayala	Estratega Sector Minorista y Financiero	jnparado@valoresbancolombia.com
Eduardo Sánchez Gómez	Estratega Sector Materias Primas e Industrial	edusanch@valoresbancolombia.com
Mauricio Amador Pilonieta	Estratega Mercados Internacionales	mpilonie@valoresbancolombia.com
Sergio Díaz Moreno	Estratega Mercado Local	seadiaz@valoresbancolombia.com
Lucas Madriñán Leyva	Estudiante en Práctica Profesional	lumadrin@valoresbancolombia.com

Condiciones de uso

Esta publicación fue realizada por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA, sociedad perteneciente al Grupo Bancolombia. La información entregada no constituye una asesoría, recomendación o sugerencia de parte nuestra, para la toma de decisiones de compra y venta de valores, razón por la cual el uso de la misma es de exclusiva responsabilidad de quien la analiza. Los precios, tasas de interés y demás datos que allí se incluyen, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. El comportamiento pasado de los activos aquí relacionados no es garantía del comportamiento futuro.

La información aquí presentada, no representa necesariamente la posición del Grupo Bancolombia sólo de los analistas y está sujeta a cambio sin previo aviso. Se recomienda visitar periódicamente el sitio web de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA (www.valoresbancolombia.com), para consultar las últimas publicaciones realizadas por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA. Parte de la compensación de los analistas depende de la rentabilidad total de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA.

Los asesores comerciales, *traders* y otros profesionales de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA pueden recomendar a nuestros clientes y mesas de posición propia estrategias de inversión diferentes a las expresadas en este reporte. VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA puede mantener, en cualquier momento, una posición de *trading* en los activos financieros relacionados en este reporte que no refleja las recomendaciones o análisis contenidos en este documento. La información y análisis aquí presentados no han sido revisados por otras líneas de negocios del Grupo Bancolombia, incluyendo Banca de Inversión Bancolombia y no reflejan información que estas compañías puedan tener en su poder.

Este reporte o cualquier porción de éste no se debe vender o distribuir sin el consentimiento de VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA.

Cliente de la firma: La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. – E.S.P. es ó ha sido durante el último año cliente de Valores Bancolombia S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA

Durante el último año, Valores Bancolombia S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA ha recibido compensación por servicios financieros prestados la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. – E.S.P.

Alerta

Este reporte al que usted se dispone a acceder fue elaborado única y exclusivamente por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA. Los datos, estadísticas y comentarios fueron tomados de las distintas fuentes de información que para este fin ofrece el mercado de valores colombiano, tales como información eventual de los Emisores, informes de la Bolsa de Valores de Colombia e informes financieros tomados directamente del sitio web de los emisores o de la Superintendencia Financiera de Colombia. VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA no garantiza su exactitud.