

Flash

VENTA

InterBolsa

Comisionista de Bolsa

ETB

Colombia – Telecomunicaciones

Precio Objetivo Dic/10 \$786

Precio Actual \$998

11 de Noviembre 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 organización 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%

Jairo J. Agudelo

ja@interbolsa.com
(574) 3199414

Juan C. Dauder

jd@interbolsa.com
(574) 3199416

ESPERANDO AL PRINCIPE AZUL

Los resultados financieros de la ETB estuvieron por debajo de nuestras expectativas, pues el incremento en la utilidad operacional se generó principalmente por la disminución de provisiones, lo cual no demuestra una eficiencia operacional, sino una decisión administrativa. El EBITDA estuvo en línea con las estimaciones y la utilidad neta registró una variación negativa del -66.78% con respecto a lo esperado.

Los resultados financieros continúan mostrando una tendencia bajista en el nivel de ingresos de los negocios maduros como la telefonía local, larga distancia y minutos internacionales entrantes, los cuales registraron variaciones de -7.82%, -19.44% y -48.25%, respectivamente, en comparación con igual período del año anterior. Sin embargo, se resalta el buen desempeño de la división de Datos e Internet, con un incremento del 28.8%, demostrando que la estrategia de crecimiento de la compañía ha sido satisfactoria.

El crecimiento en la utilidad operacional se genera por una disminución en las provisiones del 43%, lo que generó una caída en los costos y gastos operacionales que impulsó directamente la utilidad operacional. Por esta razón, no pensamos que los resultados operacionales hayan obedecido a incrementos en productividad o políticas de disminución de costos y gastos, sino a hechos puntuales que no son recurrentes y que, por consiguiente, no deben tomarse en cuenta a la hora del análisis.

En términos de la utilidad neta, también se observa un impacto negativo generado por un menor nivel de recuperaciones, los cuales durante el 3T de 2008 registraron un valor de \$108.879 millones, mientras que en igual periodo de 2009 sólo alcanzaron los \$10.187 millones. En este sentido, es bueno aclarar que no se esperan fuertes reversiones en los próximos periodos, ya que los principales pleitos legales con Telefónica Móviles y Comcel fueron recuperados durante el segundo trimestre del año 2009.

Teniendo los anteriores argumentos en cuenta, pensamos que la compañía continúa con la necesidad de buscar un socio estratégico que le inyecte capital, experiencia y músculo financiero, que permitan mantener los planes de expansión de corto y mediano plazo para que la compañía logre afrontar con éxito la fuerte competencia que se vino de compañías internacionales como Telefónica, Telmex, etc.

Mantenemos nuestra recomendación de VENTA, con nuestro precio objetivo de \$786 para diciembre de 2010, el cual está sustentado por una baja flexibilidad en las posibilidades de expansión y una caída constante en los ingresos de los negocios maduros, lo que genera presión en la caja de la compañía en el mediano y largo plazo.

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.

RESULTADOS FINANCIEROS ETB 3T 2009

En el tercer trimestre de 2009 los resultados financieros de ETB continuaron ratificando las tendencias esperadas en el negocio de telecomunicaciones; es decir, un 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 del 0.89%. Esta se explica en una baja de los rubros de telefonía local, larga distancia saliente y larga distancia entrante, que no alcanzó a ser compensada por el incremento en los servicios de Internet y otros. Así, a pesar de haber presentado una mejora en la utilidad operacional a raíz de un menor nivel de provisiones, la reducción en los ingresos de los negocios maduros, que representan el 67% de los ingresos totales de la compañía, continúa generando un escenario retador e incierto en el futuro de mediano plazo para la ETB.

Tabla 1. Resumen resultados financieros ETB durante el 3T de 2009

Cifras en miles de pesos	3T 2008	3T 2009 A	Var.%	3T 2009 E	Var.%
Ingresos operacionales	357.547.847	354.366.708	-0,89%	372.164.148	-4,78%
Ingresos por telefonía e internet	325.357.716	327.954.477	0,80%	338.762.406	-3,19%
Local	194.226.134	179.041.603	-7,82%	197.194.262	-9,21%
Larga distancia	41.421.101	33.370.131	-19,44%	38.014.377	-12,22%
Datos e internet	89.710.481	115.542.743	28,80%	103.553.767	11,58%
Otros ingresos por telecomunicaciones	32.190.131	26.412.231	-17,95%	33.401.742	-20,93%
Ingresos minutos internacionales	14.459.964	7.483.466	-48,25%	14.549.888	-48,57%
Otros diferentes larga distancia entrante	17.730.167	18.928.765	6,76%	18.851.854	0,41%
Costos y gastos	312.335.827	287.215.688	-8,04%	329.198.875	-12,75%
Utilidad operacional	45.212.020	67.151.020	48,52%	42.965.273	56,29%
EBITDA	177.740.659	184.289.636	3,68%	184.223.391	0,04%
Utilidad del ejercicio	86.067.298	24.050.889	-72,06%	72.396.438	-66,78%

Fuente: ETB, Cálculos InterBolsa

Frente a nuestras estimaciones, los resultados operacionales presentaron un buen comportamiento, el cual fue generado por una disminución en el nivel de provisiones, que no demuestra una eficiencia operacional, sino una decisión contable para proteger el activo o los resultados futuros. Las provisiones del trimestre registraron un valor de \$26.387 millones, frente a un valor de \$50.591 millones en el 2008, registrando una disminución de -47.84%. Si elimináramos la diferencia de las provisiones, la utilidad operacional hubiera registrado un valor de \$43.315 millones, la cual hubiera estado por debajo de los \$45.603 millones registrados en el 2008. En este sentido, podemos ver que la compañía en realidad no logró eficiencias operacionales que mejoraran la estructura financiera de la compañía, lo que mantiene una alta incertidumbre frente al futuro y ratifica aún más la necesidad de encontrar un socio estratégico que le imprima dinamismo, capital y experiencia al negocio de la telefonía e Internet.

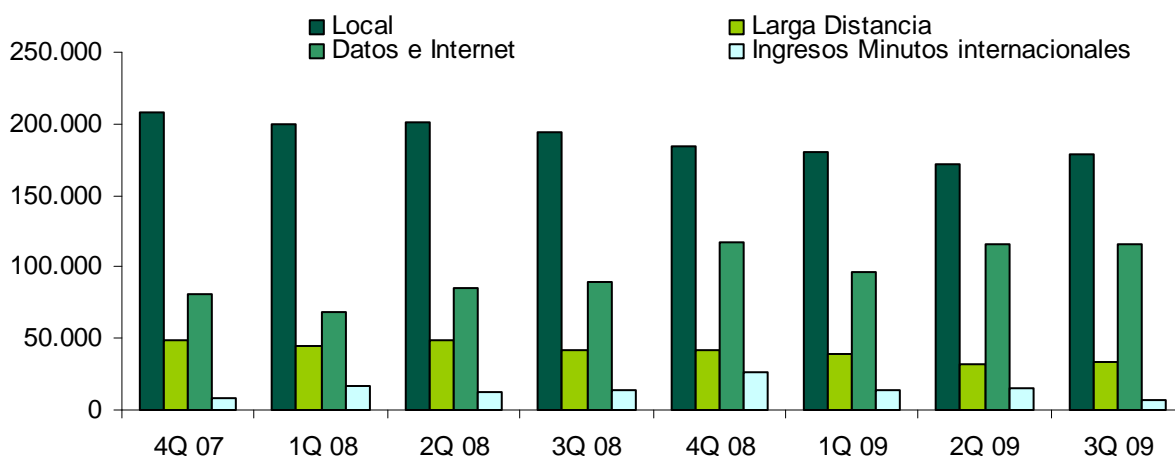
En cuanto a la utilidad neta, el resultado también debe analizarse eliminando las recuperaciones del periodo, ya que durante el 3T del 2008 la compañía recuperó \$108.879 millones, mientras que en el 3T del 2009 las recuperaciones ascendieron a \$10.187 millones, lo que directamente afectó la utilidad neta, generando la fuerte caída de 72.06%.

SOCIO ESTRATÉGICO - LA CLAVE

La compañía ha iniciado, desde hace varios meses, el estudio necesario para la consecución de un socio estratégico que le imprima dinamismo, confianza y respaldo financiero (que permita mantener las altas inversiones de CAPEX) buscando incrementar la participación de mercado y brindar un mejor servicio a sus clientes finales.

Sin embargo, durante los últimos años la tendencia del CAPEX ha mostrado un comportamiento bajista, el cual está en línea con los ingresos de la compañía, registrando un menor flujo de caja que le permita mantener las fuertes inversiones de dinero. En la figura 1 se presenta la evolución de las ventas trimestrales de los principales 4 negocios de la ETB: Telefonía Local, Larga Distancia, Datos e Internet e Ingresos minutos internacionales. De los cuatro negocios, sólo se presenta una tendencia alcista y positiva en Datos e Internet, que actualmente representa alrededor del 30% de los ingresos totales de la compañía.

Figura 1. Comportamiento histórico ingresos por división de ETB



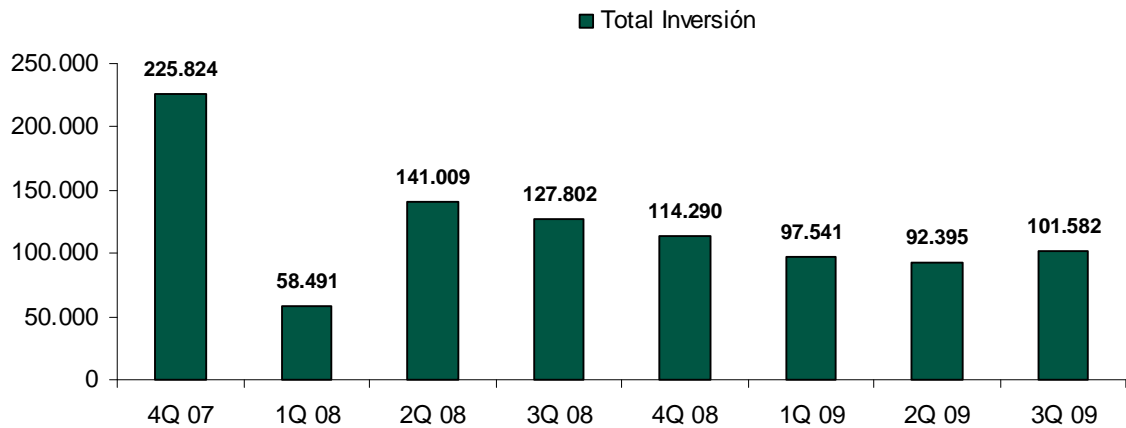
Fuente: Resultados trimestrales ETB

Así mismo, este comportamiento negativo en el nivel de ingresos se refleja también en una caída en el nivel del CAPEX trimestral, lo cual empieza a generar preocupación hacia futuro, ya que las necesidades de inversión son cada vez más grandes, teniendo en cuenta la fuerte competencia por parte de otras compañías que obliga a una mayor inversión para mantener o incrementar la participación de mercado.

En la figura 2 se observa el comportamiento histórico trimestral de las inversiones en CAPEX realizadas por ETB durante los últimos 2 años, mostrando claramente una tendencia bajista que genera incertidumbre en la expansión futura de la compañía. Esta es la principal razón por la cual la ETB necesita de un socio estratégico que le imprima dinamismo y recursos, para que pueda mantener los niveles de expansión necesarios en la división de Datos e Internet y pueda soportar la caída en los ingresos de los negocios maduros, como la Telefonía Local e Internacional.

Por otra parte, recordemos que la ETB es una compañía en la cual sus ingresos dependen en más de un 90% de Bogotá, lo cual demuestra la necesidad de expansión que le permita incursionar en otras ciudades del país, logrando abarcar una mayor proporción del territorio nacional, obteniendo eficiencias en economías de escala y una mayor diversificación de sus ingresos.

Figura 2. Comportamiento histórico inversión en CAPEX ETB



Fuente: ETB

Para lograr esta expansión, la compañía necesita de recursos financieros que, pensamos, en la actualidad no tendría la forma de conseguirlos a través de recursos propios o endeudamiento, sino a través de un socio estratégico con músculo financiero que soporte el proceso de expansión.

En este sentido, pensamos que ETB es sólo viable si cae en manos de un operador que le pueda proporcionar las economías de escala necesarias para hacer rentable los declinantes ingresos de los segmentos maduros. Adicionalmente, necesita de inversiones de capital fuertes para no perder la participación de mercado en la división de Datos e Internet, que es el negocio que se espera en unos años reemplace la caída de los negocios maduros, cosa que ETB como compañía pública no puede hacer, dado que el distrito en lugar de arriesgar el dinero de los contribuyentes capitalizando la compañía busca una fuente de recursos para sus planes de inversión social.

En suma, es una contradicción para un agente público tener una compañía de telecomunicaciones a la cual no le pueda entregar los recursos suficientes para lograr economías de escala, que generen una óptima administración y un uso eficiente de los recursos que permita mantener el crecimiento y la expansión a otras ciudades del país, más aún en un entorno caracterizado por amplia competencia de compañías locales como Une y compañías internacionales como Telefónica y Telmex.

Calificación de la acción	Definición
Compra	Se espera que la acción retorne más del 15% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
Mantener	Se espera que la acción retorne entre el 0% y el 15% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
Venta	Se espera que la acción retorne menos del 0% en términos de pesos en los próximos 12 meses.
Cambio en Recomendación	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 Investigaciones
rs@interbolsa.com
(574) 315 9855

Jose Fernando Restrepo

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

Jairo Julian Agudelo

Analista Sector Industrial y Servicios
ja@interbolsa.com
(574) 3199414

Natalia Agudelo

Analista Sector Petróleo y Energía
na@interbolsa.com
(574) 3199446

Claudia Olaya

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

Equipo Macroeconómico

Juan Camilo Dauder

Analista Macroeconómico
jd@interbolsa.com
(574) 3199416

Carlos Ramos

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

Equipo de Negocios Internacionales

Andres Jimenez

Director de Negocios Internacionales
Analista empresas de baja capitalización bursátil
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.