

Precio Objetivo Dic/09 \$558

Precio Actual \$580

22 de Enero 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	2,058,226
Rango de las 52-semanas \$	521 - 887
Volumen Promedio Diario 2009	692

	2007	2008E	2009E
ROE	10.45%	9.94%	7.03%
ROA	5.15%	4.54%	3.04%
RPG	10.17 x	8.32 x	11.76 x
P/VL	1.06 x	0.83 x	0.83 x
EV/EBITDA	-	4.19 x	4.21 x
Yield	3.45%	6.45%	6.45%

**Juan C. Dauder**  
[jd@interbolsa.com](mailto:jd@interbolsa.com)  
(574) 3199416

**Andrés Jiménez**  
[aj@interbolsa.com](mailto:aj@interbolsa.com)  
(574) 315 9804

## REVISIÓN METODOLÓGICA Y CAMBIO DE SUPUESTOS DE VALORACIÓN

Actualizamos cobertura de ETB replanteando WACC y algunos supuestos de valoración obteniendo como resultado un precio objetivo para 2009 de \$558 que deja un potencial de desvalorización de 3.79% frente al precio de mercado.

- **Incrementamos WACC:** De acuerdo con el informe "Efecto de la crisis en la tasa de descuento en Colombia" obtuvimos un WACC promedio de 16,34% en comparación con un WACC de 13.78% utilizado en la anterior valoración.
- **Reducción en los ingresos por Internet:** Debido a que el crecimiento de este negocio ha sido inferior a lo esperado, ajustamos nuestra estimación inicial de acuerdo con el cumplimiento de metas de 2008. En esta ocasión incluimos un cumplimiento del 87% de la meta del SIGOB desde un cumplimiento del 100% de la misma.
- **Reducción en los ingresos por telefonía fija:** Incluimos un mayor castigo considerando que nuestros estimativos previos vienen superando los ingresos de la compañía, pero también porque existen iniciativas legales que podrían afectar los ingresos de este rubro dando cuenta de la madurez del negocio.
- **Incremento en los ingresos de larga distancia:** Lo anterior, debido a que la estrategia de empaquetamientos ha logrado sostener los ingresos de este negocio.
- **Cambios en el CAPEX:** Incluimos inversiones más grandes en los años más próximos. Antes teníamos un capex que crecía gradualmente su participación sobre los ingresos, lo cual cambió debido a las modificaciones que la compañía ha realizado en la estrategia de inversión.
- **Nuestra valoración implica un EV/EBITDA de 4.21 veces para 2009 en comparación con una media de 4.85 veces según la media de Thomson Financial.**

El analista certifica que las opiniones expresadas en este informe reflejan exactamente su opinión personal sobre la compañía en cuestión. Además, el analista certifica que él no ha recibido, no está recibiendo, y no recibirá ninguna remuneración directa o indirecta a cambio de expresar una recomendación específica en este informe.

## Aspectos Positivos y negativos

### Positivo

- Posible venta de la compañía podría agregar valor a los accionistas.
- Segundo proveedor de Internet banda ancha en Colombia.
- Altos márgenes bruto, operacional y EBITDA

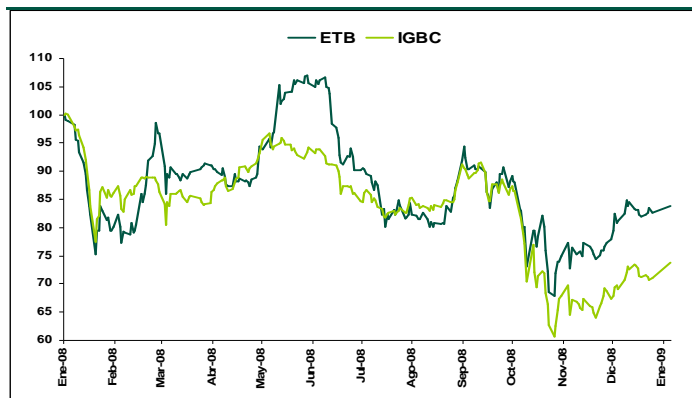
### Negativo

- Alta dependencia del negocio de telefonía fija, un negocio maduro y declinante en ingresos a nivel mundial.
- Capital limitado y poca capacidad de aprovechar economías de escala frente a sus competidores.
- Bajos niveles de ROE y ROA.

Tabla 2. Estado de Resultados Consolidado, 2008-2010E

Cifras en millones de pesos	2007E	2008E	2009E	2010E
Ing. Operacionales	1,502,298,843	1,469,760,977	1,549,054,235	1,659,226,056
Costos y Gastos Oper	1,304,391,000	1,050,455,462	1,024,530,096	992,982,924
Utilidad Operacional	360,795,785	252,349,069	258,075,504	271,909,320
EBITDA	790,209,191	756,690,840	798,404,684	861,609,756
Utilidad Antes de Impuesto	322,823,733	259,454,244	155,893,245	154,602,128
Impuesto de renta	99,652,950	48,126,684	13,723,441	11,487,752
Utilidad Neta	240,789,399	244,111,210	174,953,454	175,898,026

Gráfica 1. Evolución Histórica del Precio

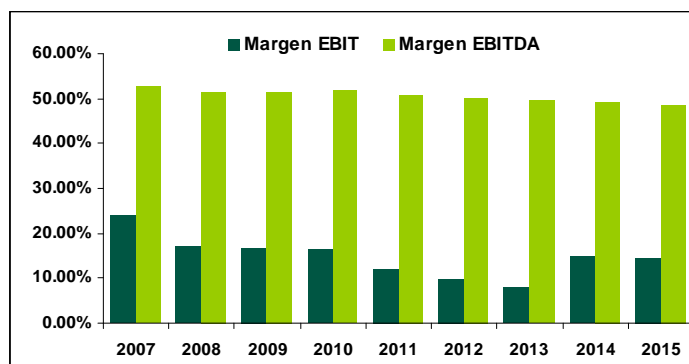


Fuente: Bloomberg

Tabla 3. Balance General Consolidado, 2008 – 2010 E

Cifras en millones de pesos	2007E	2008E	2009E	2010E
Disponible e Inversiones Temporales	208,026,445	169,233,157	198,763,812	201,974,542
Cartera Comercial	517,194,243	616,838,817	663,025,912	724,008,518
Otros Activos CP	28,738,612	33,301,352	35,494,536	38,046,123
Propiedad planta y equipo	1,917,895,289	2,131,905,449	2,215,286,007	2,160,898,747
Deudores	307,574,561	381,938,210	402,543,686	431,173,394
Inversiones a largo plazo	173,982,186	358,785,210	423,034,616	497,916,320
Fondo pasivo pensional	746,356,225	870,226,422	982,794,044	1,084,487,843
Otros Activos LP	779,578,637	812,310,366	832,493,019	861,066,514
Total Activos	4,679,346,198	5,374,538,983	5,753,435,632	5,999,572,002
Obligaciones Financieras	244,356,962	769,737,284	1,053,508,579	1,213,465,413
Otros pasivos corto plazo	698,982,409	706,011,143	756,157,454	797,377,446
Otros pasivos largo plazo	1,432,297,950	1,444,092,009	1,453,658,160	1,464,065,724
Total Pasivos	2,375,637,321	2,919,840,437	3,263,324,194	3,474,908,584
Patrimonio	2,303,708,877	2,454,698,546	2,490,111,438	2,524,663,418
Total Pasivo + Patrimonio	4,679,346,198	5,374,538,982	5,753,435,631	5,999,572,002

Gráfica 1. Margen EBIT y Margen EBITDA



---

## TABLA DE CONTENIDO

TABLA DE CONTENIDO .....	3
REVISIÓN METODOLÓGICA Y CAMBIO DE SUPUESTOS DE VALORACIÓN. ....	4
MODIFICACIONES EN EL COSTO DE CAPITAL .....	4
Tabla 4. WACC .....	5
Tabla 5. CAPEX .....	6
VALORACIÓN .....	7
Tabla 6. Valoración sin alianza estratégica .....	7
Tabla 7. Sensibilidad a WACC y G .....	7
Tabla 8. Valoración con alianza estratégica .....	8
Tabla 9. Valoración con base en transacciones del sector .....	9
SIMULACIÓN Y ANALISIS ESTADÍSTICO .....	10
Tabla 10. Resumen Simulación .....	10
Gráfica 2. Histograma .....	11
MÚLTIPLOS .....	12
Tabla 11. EV/EBITDA comparativo .....	12
Tabla 12. P/E y P/VL .....	13
RECOMENDACIÓN .....	14
Tabla 13. Valoración 2 .....	14
ESTADOS FINANCIEROS .....	15

---

## REVISIÓN METODOLÓGICA Y CAMBIO DE SUPUESTOS DE VALORACIÓN

Actualizamos cobertura de ETB teniendo como resultado un precio objetivo para 2009 de \$558, valor que deja un potencial de desvalorización de 3.79% desde el último cierre de mercado.

Con el fin de que nuestros modelos puedan reflejar con mayor fidelidad las circunstancias de la actual crisis financiera internacional hemos decidido realizar algunos ajustes metodológicos en la valoración.

Así mismo, hemos realizado una revisión de los principales supuestos incluidos en nuestro modelo de acuerdo con la reciente evolución de los diferentes segmentos de ingreso de la compañía y los cambios esperados en sus cifras financieras

### MODIFICACIONES EN EL COSTO DE CAPITAL

Al igual que con todas las compañías que tenemos bajo cobertura, en InterBolsa hemos decidido realizar en el modelo de ETB algunos cambios en la forma como se estima el costo de capital o WACC. Para ello hemos pasado de calcular éste como un costo de oportunidad ligado a la coyuntura financiera, a considerar una estructura más dinámica en la que se puedan incluir las expectativas sobre cambios futuros de todas las variables incluidas en el cálculo así como cambios en la estructura de capital. Todo lo anterior, mediante la metodología de Rolling WACC.

De manera consecuente con lo expresado anteriormente los supuestos utilizados para el costo de patrimonio de la operación en Colombia se realizaron de acuerdo con los criterios consignados en el informe “Efecto de la crisis en la tasa de descuento en Colombia” los cuales se resumen a continuación:

- **Tasa libre de riesgo:** Media geométrica de los Tesoros a 10 años en diferentes plazos.
- **Prima de Mercado:** Diferencia entre la rentabilidad media del Tesoro a 10 años y la rentabilidad promedio del S&P en los últimos 25 años.
- **Riesgo País:** Para Colombia la media geométrica EMBI Colombia en diferentes plazos. Para Perú el promedio del riesgo país en los últimos 8 años.
- **Beta:** Se actualizó con base en datos de Blomberg para ETB.
- **Devaluación:** Se mantuvo en 3% tal como en el anterior modelo de valoración.
- **Costo de Deuda:** Con base en cotización reciente de títulos de compañías AAA locales y equivalente en los mercados internacionales.

**Tabla 4. WACC**

WACC	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Costo Deuda Nominal con BT</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>	<b>10.11%</b>
Tasa libre de riesgo (TLR)	3.80%	3.80%	4.20%	4.20%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
Riesgo país (RP)	3.50%	3.50%	3.50%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%	2.17%
<b>TLR+RP</b>	<b>7.30%</b>	<b>7.30%</b>	<b>7.70%</b>	<b>6.37%</b>	<b>6.77%</b>	<b>6.77%</b>	<b>6.77%</b>	<b>6.77%</b>
<b>Prima de Mercado</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>	<b>7.26%</b>
Beta	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94	0.94
<b>Costo de Patrimonio Nominal en US\$</b>	<b>14.12%</b>	<b>14.12%</b>	<b>14.52%</b>	<b>13.19%</b>	<b>13.59%</b>	<b>13.59%</b>	<b>13.59%</b>	<b>13.59%</b>
<b>Devaluación</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>	<b>3.00%</b>
<b>Costo de Patrimonio Nominal en \$</b>	<b>17.12%</b>	<b>17.12%</b>	<b>17.52%</b>	<b>16.19%</b>	<b>16.59%</b>	<b>16.59%</b>	<b>16.59%</b>	<b>16.59%</b>
D/D+E	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
E/D+E	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%	87.0%
<b>Inflación Colombia</b>	<b>7.01%</b>	<b>5.50%</b>	<b>5.00%</b>	<b>4.40%</b>	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>
<b>WACC Real en \$</b>	<b>11.74%</b>	<b>11.74%</b>	<b>12.08%</b>	<b>10.96%</b>	<b>11.30%</b>	<b>11.30%</b>	<b>11.30%</b>	<b>11.30%</b>
<b>WACC Nominal en \$</b>	<b>19.57%</b>	<b>17.89%</b>	<b>17.68%</b>	<b>15.85%</b>	<b>15.75%</b>	<b>15.75%</b>	<b>15.75%</b>	<b>15.75%</b>

Fuente: Interbolsa

## MODIFICACIONES EN LOS PRINCIPALES SUPUESTOS DE VALORACIÓN

Entre las principales modificaciones realizadas a los supuestos de valoración de ETB se encuentran los siguientes:

- **Reducción en los ingresos por telefonía fija:** Nuestro cálculo de los ingresos por telefonía fija se basa en un porcentaje de cumplimiento de un valor estimado con base en dos factores: (1) una tarifa media anual por línea y (2) un número de líneas que se incrementa anualmente con base en los pronósticos del SIGOB ajustado en un 50%. En nuestra anterior valoración considerábamos que ETB sumaría a sus ingresos el 100% del cálculo antes mencionado entre 2009 y 2010 y el 90% en años posteriores.

En esta nueva valoración decidimos incluir un mayor castigo a la fórmula de cálculo considerando que nuestros estimativos previos vienen superando los ingresos de la compañía, que actualmente se está tramitando una ley que eliminaría el subsidio de los estratos altos para los bajos en la telefonía fija, además porque también existe una iniciativa para permitir la portabilidad numérica, algo que pensamos incrementará la competencia en el sector. Así las cosas hemos decidido incluir una disminución anual de la tarifa media de 4% desde 2009 en adelante.

Todo lo anterior, es consistente con nuestra visión de que la telefonía fija es un negocio maduro, con pocas o nulas posibilidades de crecimiento, que con el paso del tiempo las compañías del sector tendrán que cobrar cada vez menos por este servicio y que eventualmente hará que los tenedores de estas líneas vayan disminuyendo. No obstante, consideramos que la estrategia de empaquetamiento o “COMBOS” ha sido efectiva y ha logrado que los ingresos se mantengan.

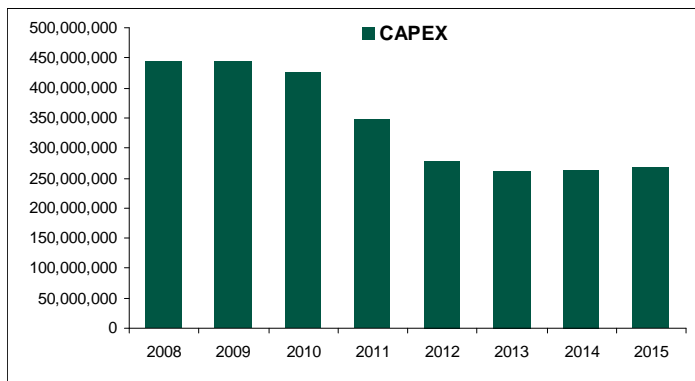
- **Incremento en los ingresos de larga distancia:** Debido a que la estrategia de empaquetamientos ha logrado sostener los ingresos, hemos reconsiderado nuestra proyección previa de tal forma que pasamos de estimar el tráfico y las tarifas de LD nacional y LD internacional entrante y saliente con modelos de series de tiempo, para calcularlos con los promedios de los últimos 2 años en cuanto a tráfico y con un decrecimiento de 10.5% anual en tarifa, con excepción de larga distancia entrante donde se mantuvo el promedio de 2 años también para tarifas. Esta forma de proyección se tomó hasta 2011, de ahí en adelante se aplicó un factor de decrecimiento equivalente a la inflación esperada de largo plazo, es decir 4%.

Lo anterior, se debe a que con el modelo de series de tiempo se marcaba un deterioro mucho más rápido del tráfico y la tarifa, algo que no es consistente con el éxito de la estrategia. Sin embargo, decidimos generar una reducción de tarifa debido a que la estrategia de combos se realiza en un entorno altamente competitivo en el que estas probablemente bajarán para lograr mejor efectividad. Lo anterior no se aplicó a la larga distancia entrante debido a que el año pasado fue reducida la tarifa de este servicio y por tanto no esperamos reducciones considerables próximamente.

- **Reducción en los ingresos por Internet:** Contrario a lo sucedido con larga distancia nuestra expectativa de crecimiento en el segmento de Internet ha sido inferior a lo esperado. Es por esto que hemos decidido ajustar nuestra estimación inicial de acuerdo con el cumplimiento de metas de 2008. En nuestro anterior pronóstico considerábamos que el crecimiento de ETB en Internet igualaba a la metas de densidad de usuarios de banda ancha del SIGOB. A estas, le incorporamos un factor de cumplimiento de acuerdo con el promedio de cumplimiento de metas de nuestro pronóstico anterior y el mismo de la compañía. De esta forma, estamos considerando que ETB cumpliría el 87% de lo que implicaría crecer al ritmo esperado por el SIGOB.
- **Cambios en el CAPEX:** En nuestra anterior valoración teníamos un Capex que crecía gradualmente su participación sobre los ingresos ya que éste proyectaba, considerando la ardua competencia del sector y que la compañía en su momento mencionaba que no tenía intención de hacer inversiones significativas en los siguientes años.

En esta valoración invertimos el proceso, de tal forma que los años con mayor Capex son los más próximos. Se partió entonces de una proporción de CAPEX/Ingresos como la de 2008, pero esta se fue reduciendo hasta alcanzar en 2013 el nivel promedio de CAPEX/Ingresos del sector. Lo anterior, se realizó debido al cambio de postura de la compañía respecto a la ejecución de sus inversiones.

**Tabla 5. CAPEX**



Compañía	Capex/Ingresos
Verizon	18.76%
Telef Mexico	10.84%
Carso Global	16.48%
Telmex International	17.98%
Telesp	13.52%
Brasil Telecom	11.92%
Telemar	13.45%
Tele norte leste	13.85%
Brasil tele part	11.92%
Telefonica movil	18.15%
Telefonica Peru	13.17%
Entel	27.16%
Telecom Argentina	13.31%
Telefonica Venezuela	15.03%
Ctc	22.87%
Axtel-cpo	20.39%
Telefonica larga	4.27%
Cable & Wireless	26.68%
Telcoy	24.42%
<b>Promedio</b>	<b>16.54%</b>

Fuente: Interbolsa

## VALORACIÓN

Al igual que con la anterior valoración el método utilizado fue el de Flujo de Caja Libre Descontado. En general se mantuvieron los mismos supuestos y descuentos de valoración utilizados en el anterior informe con excepción de los cambios ya mencionados anteriormente. Los resultados de la valoración fueron los siguientes:

**Tabla 6. Valoración sin alianza estratégica**

Resumen Valoración	2009
<b>VPN FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>1,943,612,699</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>0.00%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>-2.91%</b>
Valor Residual en Año N	3,270,467,696
VPN Valor de Continuidad	1,336,428,479
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3,280,041,178</b>
(-) Endeudamiento Financiero	1,053,357,291
(-) Deuda Pensional y Contingencias	867,692,143
(+) Disponible e Inversiones Temporales	198,763,812
(+) Inversiones Permanentes	422,887,553
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>1,980,643,110</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,664
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>558</b>

Fuente: Interbolsa

**Tabla 7. Sensibilidad a 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%
85%	662	699	740	789	847	916	1,000
90%	615	646	682	724	773	831	900
95%	572	600	631	667	709	758	816
100%	534	558	586	617	653	694	743
105%	499	521	545	572	603	639	681
110%	468	487	508	532	560	591	627
115%	439	456	475	497	521	548	579
120%	413	428	445	464	486	509	537

Fuente: Interbolsa

Adicionalmente, y al igual que en nuestra previa valoración, consideramos un escenario alternativo en el cual se supone que ETB logra conseguir un socio estratégico que le brinda mayor competitividad y por tanto puede mantener su crecimiento futuro de acuerdo con la rentabilidad de su patrimonio y las utilidades reinvertidas. En este escenario se considera que ETB podría crecer a perpetuidad cerca de 4,54% nominal y por tanto incrementa su valoración.

**Tabla 8. Valoración con alianza estratégica**

<b>Resumen Valoración</b>	<b>2009</b>
<b>VPN FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>1,936,372,674</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>4.54%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>1.50%</b>
Valor Residual en Año N	4,735,017,507
VPN Valor de Continuidad	1,917,680,805
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3,854,053,479</b>
(-) Endeudamiento Financiero	1,054,738,089
(-) Deuda Pensional y Contingencias	867,692,143
(+) Disponible e Inversiones Temporales	198,763,812
(+) Inversiones Permanentes	424,229,813
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>2,554,616,872</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,664
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>720</b>

Fuente: Interbolsa

El anterior puede ser considerado como uno de los parámetros que podría utilizarse para calcular cuanto sería lo que eventualmente estaría dispuesto a pagar un futuro inversionista por la compañía.

Además de este parámetro hemos decidido incorporar un comparativo de mercado con base en diversos múltiplos para compañías del sector en una muestra elaborada con la base de datos de transacciones sectoriales de Bloomberg y algunos criterios de depuración entre los que se encuentran la eliminación de transacciones con valores extremos y la exclusión de compañías que no declararon con detalle las transacciones realizadas. De esta forma la muestra incluye 25 transacciones en el sector de telecomunicaciones 23 de las cuales se realizaron en 2008.

Los resultados de este ejercicio fueron los siguientes:

**Tabla 9. Valoración con base en transacciones del sector**

	<b>P/E</b>	<b>P/BV</b>	<b>P/S</b>	<b>P/CF</b>	<b>P/EBITDA</b>
<b>Multiplo promedio</b>	<b>10.10</b>	<b>2.02</b>	<b>1.24</b>	<b>4.01</b>	<b>3.33</b>
Variable ETB	242,355,021	1,753,895,073	1,458,190,789	268,580,306	753,233,424
Valor ETB	2,446,913,230	3,549,182,070	1,802,907,091	1,077,759,050	2,508,869,890
No Acciones	3,548,665	3,548,665	3,548,665	3,548,665	3,548,665
<b>VPA ETB</b>	<b>690</b>	<b>1,000</b>	<b>508</b>	<b>304</b>	<b>707</b>
<b>VPA ETB promedio</b>	<b>642</b>				
<b>Precio Actual</b>	<b>580</b>				
<b>Prima</b>	<b>10.64%</b>				

Fuente: Interbolsa

Con lo anterior, podríamos concluir que, de acuerdo con múltiplos y con el potencial de adición de valor que la compañía tendría en caso de obtener mayores ventajas competitivas, los posibles compradores podrían reconocer una prima entre 10.64% y 24.14% desde el actual precio de mercado.

---

## SIMULACIÓN Y ANALISIS ESTADÍSTICO

Tras haber realizado la valoración de la compañía se procedió a realizar un análisis de simulación de Montecarlo de las principales variables incluidas en el modelo, con el objetivo de obtener una idea del grado de sensibilidad que tendría el precio objetivo de la acción en 2009 frente a cambios respecto a nuestro escenario central. Esta se realizó asumiendo variaciones en algunas de las principales variables incluidas en el modelo.

Las variables simuladas y la forma en que se simuló fueron las siguientes:

El decrecimiento de la tarifa media de internet, el crecimiento de los usuarios de banda ancha, el factor de crecimiento de las líneas de telefonía fija, la tarifa media por línea fija y el crecimiento entre los años 2011 y 2015 en los ingresos de larga distancia nacional, larga distancia internacional entrante y saliente. También se simularon la tasa libre de riesgo, el riesgo país y la devaluación de largo plazo.

A diferencia de la simulación anterior se tomó para los primeros años 2009-2010 una desviación estándar del 20% del tamaño de la media. Para los años restantes esta se mantuvo como el 10% del tamaño de la media.

---

**Tabla 10. Resumen Simulación**

---

Estadísticas	VPA 2009
Iteraciones	10,000
Media	561
Mediana	558
Desviación Estándar	51
Superior 95%	661
Inferior 95%	461
Mínimo	388
Máximo	779

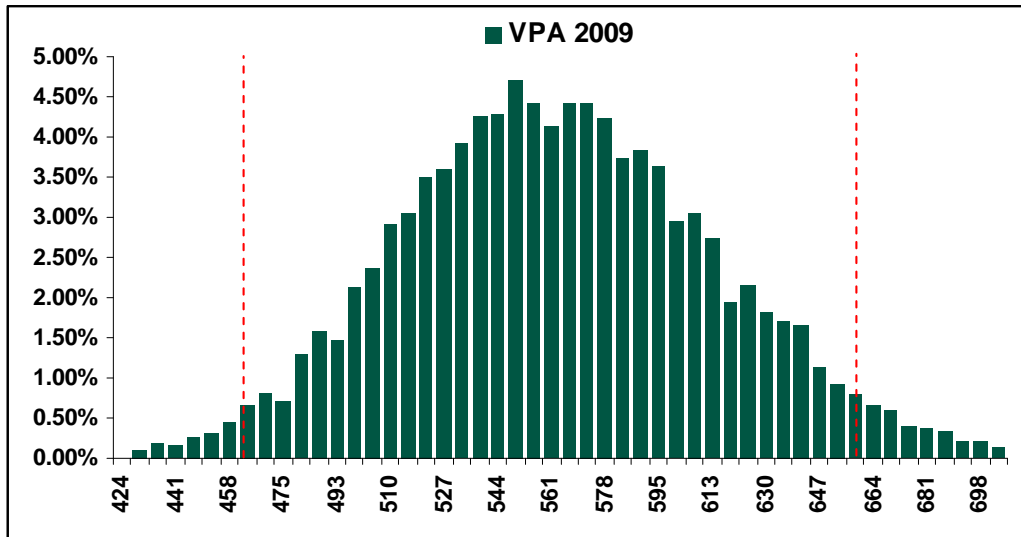
Percentiles	VPA 2009
0%	388
10%	498
20%	518
30%	533
40%	546
50%	558
60%	572
70%	586
80%	604
90%	629
100%	779

Fuente: Interbolsa

---

## Gráfica 2. Histograma

---



Fuente: Interbolsa

---

## MÚLTIPLOS

Luego de haber realizado la valoración por medio de Flujo de Caja Descontado, hemos procedido a realizar un análisis comparativo por medio de los múltiplos EV/EBITDA, P/VL y P/E. Los resultados que se observan en el múltiplo P/E coinciden con la valoración por Flujo de Caja Descontado, ya que da cuenta de que el mercado sobreestima el precio de la acción. No obstante los dos múltiplos restantes dan una visión bastante diferente, mostrando una clara subvaloración.

Bajo nuestro concepto la situación anterior en la que los múltiplos EV/EBITDA y P/VL de ETB son inferiores a las medias de las muestras elegidas, no se debe a que el mercado subestime el precio de la acción sino a que el mercado está castigando el precio al incorporar un escenario de ardua competencia en el sector y la madurez de los negocios de telefonía fija y larga distancia.

---

**Tabla 11. EV/EBITDA comparativo**

---

<b>Compañía</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Turk Telekomunikasyon As	3.18 x
Telmex Internacional Sab De Cv	5.17 x
Brasil Telecom Sa	4.66 x
Rostelecom	10.97 x
France Telecom	4.68 x
Hellenic Telecommunications Orga	4.33 x
Qatar Telecom	4.45 x
Tele2 Ab	3.83 x
Philippine Long Distance Tel	4.86 x
Portugal Telecom Sgps Sa	5.23 x
Telekom Austria Ag	4.35 x
Vodafone Group Plc	5.37 x
Telefonica S.A.	4.99 x
Telkom Sa	3.61 x
Qwest Communications Intl	4.64 x
At&T Inc	5.17 x
Tele Norte Leste Participacoes (Adr)	2.52 x
Windstream Corp	5.35 x
<b>ETB</b>	<b>4.21 x</b>
<b>Promedio</b>	<b>4.85 x</b>
<b>Mediana</b>	<b>4.66 x</b>

Fuente: Interbolsa

**Tabla 12. P/E y P/VL**

<b>Compañía</b>	<b>P/E</b>	<b>P/VL</b>
At&T Inc	9.9 x	1.4 x
Brasil Telecom Participacoes Sa	7.8 x	1.2 x
Brasil Telecom Sa	6.0 x	0.9 x
Embarq Corp	7.4 x	11.8 x
Empresa Nacional De Telecomunica	12.4 x	2.1 x
France Telecom	9.6 x	1.7 x
Hellenic Telecommunications Orga	9.3 x	2.0 x
Kt Corp (P)	7.5 x	0.8 x
Philippine Long Distance Tel	10.2 x	3.3 x
Portugal Telecom Sgps Sa	10.3 x	2.9 x
Qatar Telecom	4.6 x	1.2 x
Qwest Communications Intl	9.7 x	12.0 x
Rostelecom	32.4 x	2.4 x
Telefonica S.A.	9.4 x	2.9 x
Tele2 Ab	9.0 x	1.2 x
Telekom Austria Ag	9.7 x	2.2 x
Tele Norte Leste Participacoes (Adr)	8.3 x	
Telkom Sa	7.6 x	1.7 x
Telmex Internacional Sab De Cv	21.7 x	1.8 x
Turk Telekomunikasyon As	6.0 x	2.2 x
Vodafone Group Plc	10.9 x	1.0 x
Windstream Corp	9.2 x	11.7 x
<b>ETB</b>	<b>11.8 x</b>	<b>0.8 x</b>
<b>Promedio</b>	<b>10.4 x</b>	<b>3.3 x</b>
<b>Mediana</b>	<b>9.4 x</b>	<b>2.0 x</b>

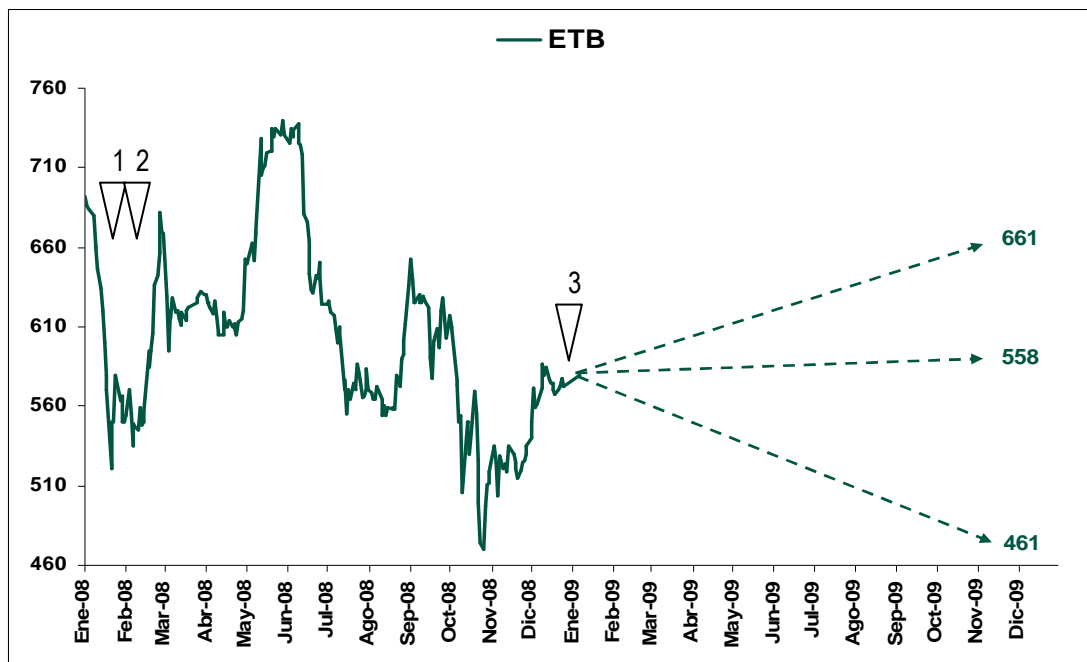
Fuente: Interbolsa

## RECOMENDACIÓN

Con base en nuestro análisis previo, la recomendación es de Venta con un precio objetivo para 2009 de \$558. Además, de la existencia de un potencial de desvaloración de 3.79% respecto al precio actual de mercado. Mantenemos nuestra visión de que ETB se encuentra en medio de una gran competencia en el negocio de Internet en tanto que sus negocios tradicionales, que todavía tienen una importante participación en la mezcla de ingresos, son negocios maduros que muy probablemente no seguirán generando valor.

Así mismo consideramos que, en ausencia de un socio estratégico o de la presencia de un operador internacional, la compañía enfrenta desventajas competitivas en términos de aprovechamientos de economías de escala y de disponibilidad de capital. Lo anterior debido a que no hace parte de una estructura multinacional de gran envergadura y porque al ser una compañía pública su capacidad de reinversión de utilidades queda en buena parte sujeta a los requerimientos presupuestales del Distrito de Bogotá.

Tabla 13. Valoración 2



1. Febrero 12; Iniciación de Cobertura; precio objetivo \$628; Recomendación COMPRA.
2. Febrero 26; Reducción en tarifa de larga distancia entrante; precio objetivo \$576; Recomendación VENTA.
3. Enero 21 Actualización de Cobertura; precio objetivo \$558; Recomendación VENTA.

## ESTADOS FINANCIEROS

\$Millones	2007	2008E	2009E	2010E
Disponible e Inversiones Temporales	208,026,445	169,233,157	198,763,812	201,974,542
Deudores Neto	517,194,243	616,838,817	663,025,912	724,008,518
Inventarios	13,993,416	13,251,925	14,233,545	15,198,552
Gastos pagados por anticipado	14,745,196	20,049,427	21,260,991	22,847,571
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>753,959,300</b>	<b>819,373,326</b>	<b>897,284,259</b>	<b>964,029,183</b>
Propiedad planta y equipo	1,917,895,289	2,131,905,449	2,215,286,007	2,160,898,747
Inversiones a largo plazo	173,982,186	358,785,210	423,034,616	497,916,320
<b>Deudores Neto</b>	<b>1,053,930,786</b>	<b>1,252,164,631</b>	<b>1,385,337,730</b>	<b>1,515,661,237</b>
Intangibles	171,366,521	178,668,076	185,969,631	193,271,186
<b>Diferidos y otros activos</b>	<b>365,292,159</b>	<b>399,388,130</b>	<b>420,935,025</b>	<b>450,872,762</b>
Valorizaciones	242,919,957	234,254,160	225,588,363	216,922,566
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3,925,386,898</b>	<b>4,555,165,656</b>	<b>4,856,151,373</b>	<b>5,035,542,819</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,679,346,198</b>	<b>5,374,538,983</b>	<b>5,753,435,632</b>	<b>5,999,572,002</b>
Obligaciones Financieras Corto Plazo	37,750,000	37,750,000	37,750,000	37,750,000
Operadores y Proveedores	134,799,897	135,267,990	136,269,977	154,146,304
Deuda pública externa	0	0	0	0
Cuentas por Pagar	134,660,774	154,769,910	169,586,105	166,613,303
Impuestos y otros pasivos	343,887,850	324,644,785	353,454,038	372,543,369
Recaudo a favor de terceros y otros	85,633,888	91,328,459	96,847,334	104,074,470
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>736,732,409</b>	<b>743,761,143</b>	<b>793,907,454</b>	<b>835,127,446</b>
Obligaciones Financieras Largo Plazo	206,606,962	731,987,284	1,015,758,579	1,175,715,413
Proveedores	545,710	581,999	617,169	663,224
Pensiones de Jubilación - Apropiado	847,823,291	844,069,148	838,565,566	829,251,325
Cesantías	9,477,198	9,517,496	9,557,794	9,598,092
Contingencias	341,792,511	341,792,511	341,792,511	341,792,511
Corrección monetaria y diferidos	232,659,240	248,130,854	263,125,121	282,760,572
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>1,638,904,912</b>	<b>2,176,079,293</b>	<b>2,469,416,739</b>	<b>2,639,781,138</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2,375,637,321</b>	<b>2,919,840,437</b>	<b>3,263,324,194</b>	<b>3,474,908,584</b>
Capital	1,923,396	1,923,396	1,923,396	1,923,396
Prima en colocacion de acciones	262,061,189	262,061,189	262,061,189	262,061,189
Reservas	849,385,136	1,005,718,791	1,118,955,236	1,161,228,441
Revalorización del Patrimonio	706,629,800	706,629,800	706,629,800	706,629,800
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	242,919,957	234,254,160	225,588,363	216,922,566
Resultado del Presente Ejercicio	240,789,399	244,111,210	174,953,454	175,898,026
<b>TOTAL CAPITAL Y SUPERAVIT</b>	<b>2,303,708,877</b>	<b>2,454,698,546</b>	<b>2,490,111,438</b>	<b>2,524,663,418</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>4,679,346,198</b>	<b>5,374,538,982</b>	<b>5,753,435,631</b>	<b>5,999,572,002</b>

<b>\$ Millones</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>
Ingresos	1,502,298,843	1,469,760,977	1,549,054,235	1,659,226,056
Costos Y Gastos	1,141,503,058	1,217,411,907	1,290,978,731	1,387,316,736
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>360,795,785</b>	<b>252,349,069</b>	<b>258,075,504</b>	<b>271,909,320</b>
<b>EBITDA</b>	<b>790,209,191</b>	<b>756,690,840</b>	<b>798,404,684</b>	<b>861,609,756</b>
No Operacional Neto	-37,972,052	7,105,175	-102,182,259	-117,307,192
<b>Utilidad Antes De Impto De Renta</b>	<b>322,823,733</b>	<b>259,454,244</b>	<b>155,893,245</b>	<b>154,602,128</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-7,582,517	0	0	0
Provisión Imporrenta	90,843,642	31,734,859	-2,668,384	-4,904,073
Utilidad por Corrección Monetaria	16,391,825	16,391,825	16,391,825	16,391,825
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>240,789,399</b>	<b>244,111,210</b>	<b>174,953,454</b>	<b>175,898,026</b>

Fuente: Interbolsa

<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

**Andres Jimenez**

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

**Jose Fernando Restrepo**

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

**Juan Camilo Dauder**

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

**Jairo Julian Agudelo**

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

**Natalia Agudelo**

Analista Sector Construcción  
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

**William Mantilla**

Analista Macroeconómico  
wm@interbolsa.com  
(571) 3256719

### Equipo de Negocios Internacionales

**Rupert James Stebbings**

Director de Negocios Internacionales  
rs@interbolsa.com

**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

El analista certifica que las opiniones expresadas en este informe reflejan exactamente su opinión personal sobre la compañía en cuestión. Además, el analista certifica que él no ha recibido, no está recibiendo, y no recibirá ninguna remuneración directa o indirecta a cambio de expresar una recomendación específica en este informe.

Interbolsa S.A. está comprometida a proporcionar investigación independiente y objetiva para todas las compañías dentro del universo de cobertura. En el curso normal del negocio, Interbolsa S.A. se propone buscar la remuneración por los servicios de inversión bancarios de todas las compañías dentro del universo de la cobertura. La remuneración del analista se basa, en parte, en la rentabilidad de la firma, que incluye banca de inversión e ingresos de ventas. El analista investigador no tiene posición en las titularizaciones de esta compañía cubierta y no presta servicios en ninguna capacidad a la compañía. El analista investigador no ha participado en ninguna transacción de banca de inversión de la compañía en cuestión. Sin embargo, Interbolsa S.A. intenta hacer negocio con las compañías cubiertas en este informe. Consecuentemente, los inversionistas deben estar enterados que la firma puede tener un conflicto del interés que podría afectar la objetividad de este informe. Por lo tanto, los inversionistas deben considerar este informe como solamente un factor para tomar su decisión de inversión.