



INFORME VALORACION ETB



CONCEPTO - MANTENER

La crisis financiera mundial que ha agobiado a las acciones a nivel mundial y que tuvo su punto más crítico en Octubre de 2008, con la crisis de liquidez, llevo a muchas emisiones de renta variable a niveles mínimos de cotización, al margen que fuesen de sectores menos sensibles a las condiciones de ese momento.

La emisión de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, perteneciente al sector de servicios públicos, es una de las emisiones que se marcaba con un potencial de valorización interesante, teniendo en cuenta lo anterior.

En el panorama de la empresa se visualizan dos aspectos a tener en cuenta; la búsqueda de un socio estratégico, que implica la emisión de nuevas acciones y la OPA sobre los accionistas minoritarios.

El otro hecho es el potencial de crecimiento en el servicio de Internet, con una meta de 1.000.000 de usuarios a 2011 y el mantenimiento de los ingresos en otros servicios, en especial larga distancia.

Teniendo en cuenta lo anterior nuestro concepto se dirige a mantener la emisión con objetivos en los \$ **997**



Este informe es elaborado por el área de investigaciones económicas de PROYECTAR VALORES S.A. Dicha información fue tomada de fuentes públicas bajo la presunción de su confiabilidad y con el fin de brindar un concepto, sin embargo Proyectar Valores no garantiza su veracidad así como no se hace responsable de las decisiones de inversión que se tomen a partir de este.

	31-Dic-09
RPG VALOR ACCION DIC/09	16.36
VALOR ACCION DIC/09	997



	01-Dic-09
ROA	4.28%
ROE	8.41%
APALANCAMIENTO	49.07%
VAR. ANUAL UTILIDAD 3 AÑOS	10.13%
VALORIZACION INVERSION	14.97%

1. EMPRESA

1.1. HISTORIA

A lo largo de la historia, lo que hoy es la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá - ETB - ha afrontado varios sucesos que han marcado su presente; sin embargo han sido prácticamente dos los más importantes. El primero nos lleva a 1940, cuando nace la empresa de teléfonos de Bogotá tras los reclamos de los ciudadanos por el alto incremento en las tarifas bajo la administración de The Bogota Telephone Company; lo que demuestra que al margen de la propiedad de la empresa, el fin es la prestación de un servicio público. El otro hecho se marca por la liberación del mercado de telecomunicaciones en el año 1990, que da paso a la competencia de empresas internacionales, resultando en un beneficio para los usuarios en temas de servicio.

AÑO	SUCESO
1884	Nace la empresa bajo el nombre de Compañía Colombiana de Teléfonos
1900	Incendio acaba con las instalaciones
1906	Reanuda operaciones bajo el nombre de "The Bogota Telephone Company"
1940	Empresa de Teléfonos de Bogotá
1990	Decreto ley 1900 abre la puerta a competencia internacional
1992	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá
1997	Conversión de ETB en sociedad por acciones
1998	Venta de acciones a socio estratégico. Ministerio extiende licencia para operar servicio de larga distancia
2002	Cambio de 11 mil teléfonos públicos de moneda a tarjetas prepago
2003	Democratización accionaria, nuevos recursos por \$245 mil millones y 61.313 nuevos accionistas Montaje de Contact Center Américas en asocio con Publicar S.A.

Cuadro No 1.
* Fuente: www.etb.com.co

Lo mencionado en el párrafo anterior nos muestra los puntos más importantes del análisis del emisor; por un lado una entidad que presta un servicio público, lo que nos da un referente que menor sensibilidad de los ingresos a las crisis, una fuerte inversión patrimonial a fin de adelantar las fuertes inversiones en infraestructura que demanda el funcionamiento de este tipo de empresas, así como el limitado potencial de crecimiento de la empresas, ciñéndolo a la participación del mercado.

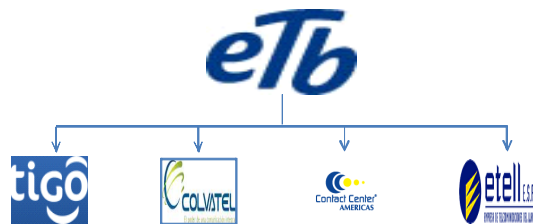
En cuanto a la competencia, es preciso analizar los cambios que ha presentado el servicio de telecomunicaciones a nivel mundial, enfocándose hoy en día a las soluciones familiares integradas, esto es, ofreciendo paquetes de servicios para los hogares, con planes que incluyen el servicio de telefonía fija local y de larga distancia con consumos ilimitados, telefonía celular, internet, televisión con acceso a canales internacionales y cada día con nuevos servicios; lo cual hace necesaria la innovación tecnológica por parte de las empresas prestadoras así como la búsqueda de economías de escala que les permitan ofrecer tarifas adecuadas y competitivas.

Es claro que aquellas compañías multinacionales y de gran tamaño obtienen una ventaja competitiva, dadas las condiciones y los ahorros que obtienen por su modelo de negocio y en Colombia tenemos la presencia de dos de ellas, TELMEX y Telefónica.

1.2. ESTRUCTURA EMPRESARIAL

Con el fin de ofrecer no solo soluciones integradas a los hogares, si no de diversificar los negocios del emisor y de ofrecer soluciones empresariales, ETB tiene inversiones en asocio con Publicar S.A., un empresa del grupo empresarial colombiano Carvajal, en el Contact Center de la Américas, el centro de contacto empresarial (call center) más importante de la región.

Siguiendo con el objetivo de tener inversiones en servicios de telecomunicaciones empresariales, tiene participación en Colvatec, una empresa que ofrece soluciones y servicios de redes de datos, seguridad informática, sistemas de videoconferencia, diseño, suministro, instalación y mantenimiento de cableado estructurado y servicios especializados de consultoría, integración, gestión de proyectos y outsourcing.



Grafica No 1. Inversiones en sociedades
Fuente: www.etb.com.co

1.3. PARTICIPACION ACCIONARIA

Como se observa en la grafica No 2, el Distrito de Bogotá concentra la mayoría accionaria, mostrando el control y la relevancia política en la toma de decisiones sobre la empresa.

Como vimos en el cuadro cronológico del punto 1.1., un hecho en la historia de la empresa es la aprobación de la búsqueda de un socio estratégico, el cual en recientes días ha sido más cierto, con la contratación de la Banca de Inversión de Santander Global Banking and Markets, con el objetivo de encontrar las mejores vías de crecimiento para la empresa, entre las cuales se baraja un socio estratégico

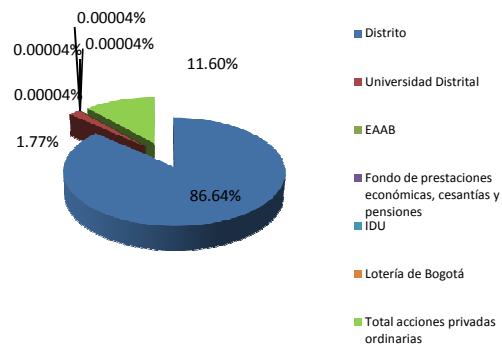


Grafico No 2. Participación Accionaria

1.4. BANCA DE INVERSION

Como se menciona en el párrafo anterior, uno de los nuevos cambios que se avecinan para ETB en el futuro próximo, tiene que ver con la contratación de Santander Global Banking & Markets como Banca de Inversión, contratada con el fin de determinar las mejores vías de crecimiento de la empresa.

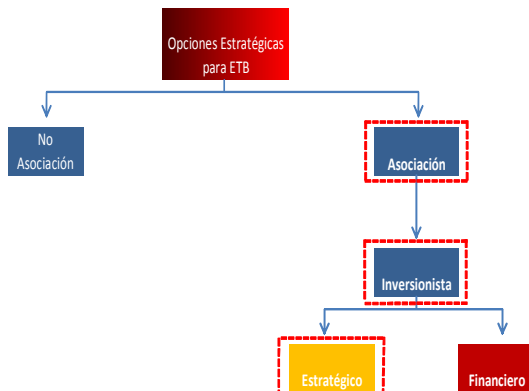
En un informe presentado al público, se dio a conocer la estrategia de la Banca de Inversión, direccionada a la búsqueda de un socio estratégico para la empresa, que no solo aporte capital nuevo a la compañía, si no que brinde la posibilidad de potencializar el valor de la empresa, con nuevas tecnologías y con disminución de costos, a través de economías de escala.

Bajo la metodología planteada por la Santander Global Banking and Markets, el control público de la compañía, a través del distrito, no se perdería, toda vez que la capitalización del nuevo socio estaría limitada a que el Distrito no pierda la mayoría accionaria.

La pregunta ahora es, que pasa con los inversionistas minoritarios actuales.

La propuesta se dirige a la realización de una OPA (Oferta Pública de Adquisición) por parte del socio escogido, sobre las acciones minoritarias.

La estructura planteada se detalla a continuación.



Grafica No.3. Estrategia Santander Global Banking & Markets

Fuente: Santander Global Banking & Markets

CONSIDERACIONES DE LA RECOMENDACIÓN

*El distrito continuará teniendo la mayoría del capital de ETB.
*El inversionista Estratégico aportará a ETB recursos adicionales mayor conocimiento y capacidad de gestión.
*El Distrito y los accionistas minoritarios tendrán acceso a liquidez por medio del reparto de un dividendo extraordinario
*El Distrito y el inversionista Estratégico suscribirán un acuerdo de accionistas.
*El inversionista Estratégico quedará obligado a formular una OPA dirigida a todos los accionistas minoritarios actuales de ETB.

Cuadro No 2.

Fuente: Santander Global Banking & Markets

Es claro que la vinculación de un socio estratégico, además de brindar nuevo capital para afianzar los planes de inversión y expansión, busca mejorar estructuras de costos, nueva tecnología y conocimiento, lo que se traduce en un potencial de crecimiento de la compañía; sin embargo es preciso tener claro que esta adición de capital diluye el valor patrimonial de los accionistas actuales en primera instancia y determinar el crecimiento de la empre-

sa, solo va a ser posible conociendo quien es el nuevo socio estratégico, sabiendo que aportes pueda brindar a la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá.

En resumen, en la actualidad el precio justo de la emisión estará determinado por las condiciones actuales.

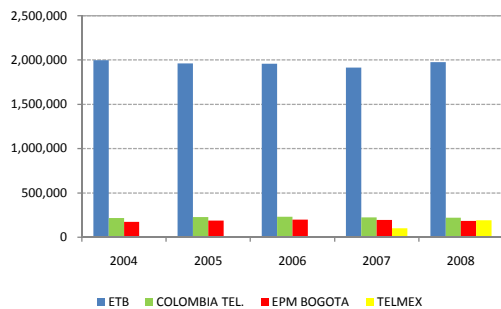
2. SECTOR TELECOMUNICACIONES

2.1. COMPARATIVO

La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá tiene una presencia consolidada en la capital del país, teniendo como principales competidores, según el tipo de servicio prestado, a las multinacionales TELMEX (México), Telefónica (España), y a los locales, EPM Bogotá y Colombia Telecomunicaciones.

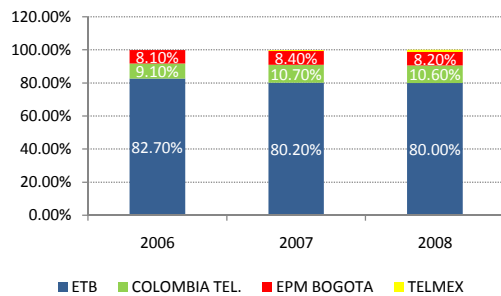
El emisor se considera una empresa madura, limitando su crecimiento al incremento en la participación del mercado, que como vemos se encuentra en los puntos más altos, por lo menos en Bogotá. El reto de la compañía es la incursión en otras zonas del país y el incremento en el número de afiliados a Banda Ancha, contando en la actualidad con un poco más de 300.000 y con la meta de llegar al 1.000.000 de usuarios en el 2011.

LINEAS TELEFONICAS FACTURANDO EN BOGOTA



Grafica No 4.
Fuente: ETB

PORCENTAJE PARTICIPACION INGRESOS TELEFONIA LOCAL BOGOTA



Grafica No 5.
Fuente: ETB

3. ANALISIS DE ESTADOS FINANCIEROS

3.1. EVOLUCION DE ESTADO DE RESULTADOS

CONCEPTO	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005	31/12/2004
INGRESOS	-1.25%	-3.30%	7.74%	4.07%	-0.45%
INGRESOS POR TELEFONIA	1.30%	5.63%	3.86%	1.66%	-2.12%
<i>Local</i>	<i>-4.00%</i>	<i>-3.49%</i>	<i>0.21%</i>	<i>-0.14%</i>	<i>0.04%</i>
<i>Larga Distancia</i>	<i>-7.80%</i>	<i>13.14%</i>	<i>-12.40%</i>	<i>-15.37%</i>	<i>-17.56%</i>
<i>Datos e Internet</i>	<i>21.72%</i>	<i>34.87%</i>	<i>44.82%</i>	<i>57.99%</i>	<i>31.62%</i>
OTROS INGRESOS	-16.11%	-38.74%	25.86%	18.50%	7.73%
Cargos de acceso	-34.79%	-6.11%	-28.76%	6.17%	-8.79%
Ingresos Minutos internacionales	-18.15%	-56.13%	48.54%	49.68%	30.23%
Directorio, facturación.	7.56%	-17.92%	73.90%	-18.72%	7.21%
COLOMBIA MOVIL	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
VENTA DE BIENES	-83.21%	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%
COSTO DE BIENES VENDIDOS	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
COSTOS Y GASTOS	11.03%	-7.33%	11.61%	14.29%	8.84%
UTILIDAD OPERACIONAL	-40.08%	12.13%	-4.88%	-19.44%	-16.78%
ING. NO OPERACIONALES	35.22%	-1.18%	48.39%	30.78%	69.13%
Intereses Financieros	-4.25%	49.98%	-30.52%	0.00%	0.00%
Recuperaciones	64.38%	108.20%	27.25%	-18.37%	96.89%
Ingreso Inv Temporales, Dispon, CM (neto)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	173.43%
Recargo mora, aporte 4.5% y otros	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.15%
Otros	18.80%	-41.05%	88.04%	0.00%	0.00%
PENSIONES DE JUBILACION	11.68%	1.18%	-15.73%	0.00%	0.00%
GASTOS NO OPERACIONALES	-13.13%	-32.72%	26.41%	-39.89%	17.20%
Intereses Financieros		235.72%	-40.68%	-29.75%	26.94%
Mesada	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	2.82%
Perdida por el metodo de participacion		-100.00%	-42.09%	56.74%	0.00%
Provision Calculo Actuarial y Cotización	0.00%	0.00%	0.00%	-100.00%	-51.64%
Otros	-20.59%	-14.69%	328.72%	1.56%	-4.00%
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	-13.12%	56.43%	30.26%	-31.64%	-24.38%
Gasto por Diferencia en Cambio	-164.53%	-8937.33%	-101.52%	-54.33%	391.55%
Provisión Imporrenta	-6.85%	290.45%	111.13%	-71.13%	-76.95%
Utilidad por Corrección Monetaria	-79.25%	550.71%	-1.16%	-5.74%	-33.95%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	-15.22%	29.66%	28.70%	-21.54%	29.04%

Fuente: Cálculos realizados por Proyectar Valores.

3.1.1. LARGA DISTANCIA

ETB ha venido mostrando un deterioro en los ingresos percibidos por concepto de "larga distancia", teniendo una variación negativa de 36% de 2003 a la fecha, por lo que la idea de conseguir tecnología o un socio con mayor experiencia en este ramo es fundamental para no perder participación del mercado en esta línea de negocio.

Los ingresos por "larga distancia" representan en promedio un 12% del total de los ingresos de la empresa, lo que significa que debe ser un tema de principal atención en los planes futuros de la compañía.

3.1.2. COSTOS Y GASTOS

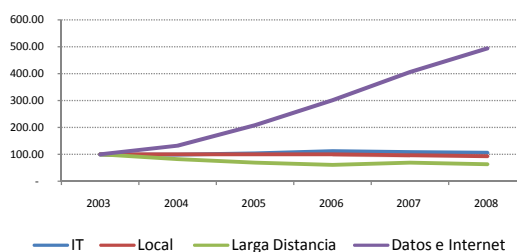
Dentro del concepto de Costo y Gastos, se registra los gastos por provisiones para litigios en curso. A comienzos de 2009, ETB obtuvo un fallo favorable de una demanda interpuesta por Telefónica Móvil, con aspiraciones de \$260.000 MM aprox., que en principio libera el valor provisionado a la fecha y que elimina la necesidad de provisión anual de \$60.000 MM que venía realizando el emisor por este concepto.

En un análisis preliminar de ETB, se había mencionado este hecho y la importancia en las proyecciones de la empresa.

3.1.3. UTILIDADES

Los principales factores que influyeron en la caída de los beneficios del emisor son; la caída de los ingresos de telefonía local, rubro que representa el 60% del total de ingresos. Otro factor lo constituye el incremento del cargo por provisiones en un 54.16%, que a Diciembre de 2008 representaban el 14.9% de los ingresos por telefonía.

El 2009 presenta grandes presiones para lograr objetivos de incremento en las utilidades, teniendo en cuenta que los objetivos de crecimiento del país se encuentra en una zona cercana al 1.5%, afectando la generación de ingresos y la administración de la cartera.



Grafica No 6.

4. PROYECCION ESTADO DE RESULTADOS

CONCEPTO	31/12/2009*	31/12/2010*	31/12/2011*	31/12/2012*	31/12/2013*
INGRESOS	1,535,682,038	1,596,378,773	1,660,657,040	1,728,677,335	1,792,034,487
INGRESOS POR TELEFONIA	1,302,638,660	1,354,124,522	1,408,648,410	1,466,346,465	1,520,089,019
<i>Local</i>	779,980,708	818,979,743	859,928,731	902,925,167	943,556,800
<i>Larga Distancia</i>	162,486,436	156,964,687	151,630,583	146,477,747	140,826,209
<i>Datos e Internet</i>	360,171,516	378,180,092	397,089,096	416,943,551	435,706,011
OTROS INGRESOS	233,043,378	242,254,251	252,008,630	262,330,870	271,945,468
Cargos de acceso	75,026,338	77,991,701	81,132,040	84,455,198	87,550,536
Ingresos Minutos internacionales	113,059,569	117,528,168	122,260,445	127,268,217	131,932,680
Directorio, facturación.	44,957,471	46,734,383	48,616,145	50,607,456	52,462,252
COLOMBIA MOVIL	-	-	-	-	-
VENTA DE BIENES	-	-	-	-	-
COSTO DE BIENES VENDIDOS	-	-	-	-	-
COSTOS Y GASTOS	1,215,375,282	1,295,907,635	1,378,419,840	1,463,005,710	1,545,101,406
UTILIDAD OPERACIONAL	320,306,756.29	300,471,139	282,237,200	265,671,625	246,933,081
ING. NO OPERACIONALES	244,253,950.41	253,907,913	264,131,527	274,950,320	285,027,429
GASTOS NO OPERACIONALES	87,361,077.93	90,813,962	94,470,591	98,340,094	101,944,322
UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA	309,671,143.89	287,660,181	267,197,982	248,346,689	227,353,943
Gasto por Diferencia en Cambio	-	-	-	-	-
Provisión Imporrenta	93,435,663.37	86,794,396	80,620,430	74,932,515	68,598,469
Utilidad por Corrección Monetaria	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	216,235,480.52	200,865,785	186,577,552	173,414,174	158,755,473

Fuente: Cálculos realizados por Proyectar Valores.

* Estimaciones

4.3.1. ESTABILIDAD

Como se menciona al comienzo de este documento, las empresas de servicios públicos maduras, presentan una estabilidad en los ingresos, dadas las limitadas posibilidades de crecimiento (ver grafica No 6).

En el panorama de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, las principales fuentes de cambio en las utilidades es la entrada de un socio estratégico y el cumplimiento de las metas en cuanto a los usuarios de internet, recordando que la meta de la empresa están en 1.000.000 de usuarios para 2011.

5. VALORACION

5.1. CONCEPTO Y METODOLOGIA

Como se menciono anteriormente, la valoración de ETB se dirige a encontrar el valor justo de la emisión bajo las condiciones actuales, no solo de la economía en general, si no de la empresa en si misma, esto es, bajo la estructura financiera y operativa actual.

Las metodologías utilizadas son, la valoración por descuento de flujos de caja para el accionista, buscando cuanto es la caja que le genera la empresa a los inversionistas en el mercado de valores. La otra metodología utilizada para el cálculo de un precio justo y objetivo que el mercado tiende a pagar por la emisión de ETB, es la proyección por RPG, basándonos en lo que el mercado históricamente ha pagado por la emisión bajo la coyuntura actual.

5.2. VALORACION FLUJO DE CAJA DESCONTADO

En puntos anteriores se menciono la fuerte inversión patrimonial que requieren las empresas de servicios públicos a fin de realizar grandes inversiones de infraestructura y tecnología para el correcto funcionamiento de las compañías; lo cual conlleva que exista partidas de depreciaciones y amortizaciones de gran importancia.

Lo anterior nos muestra que es importante la valoración por flujo de caja, toda vez que las depreciaciones y amortizaciones son liberadores de caja, partiendo desde las utilidades generadas por el negocio.

A continuación se muestra los supuestos utilizados para el calculo del costo de capital, que es la tasa a la cual se descuentan los flujos de caja futuros.

SUPUESTOS MERCADO REFERENCIA	
ERP USA	6.00%
VOLATILIDAD USA	40.00%
SUPUESTOS MACRO	
Tasa libre de riesgo	3.15%
EMBI COLOMBIA	3.46%
INFLACION COLOMBIA	4.50%
INFLACION USA	2.50%
VOLATILIDAD EMBI	8.00%
SUPUESTOS ACCION	
BETA	91.00%
VOLATILIDAD ACCION (IGBC)	40.00%
RESULTADOS	
ERP ADJS	8.19%
Costo de capital accionista dolares	14.06%
Costo de capital Pesos	16.06%

5.3. HISTORIA RPG

A comienzo del año 2009 se realizó un estudio preliminar de la emisión de ETB con el fin de determinar un precio objetivo de la emisión, que resultó en la siguiente afirmación: "es importante la definición de un RPG promedio al cual debe tender el mercado para reconocer las ganancias. Anteriormente habíamos marcado un promedio de 12.45; sin embargo castigamos este promedio eliminando el efecto presentado a comienzos de 2006, en el cual el mercado pago un RPG alto debido a la caída de las utilidades que no tenia contemplada. Con la eliminación de este hecho, obtenemos un RPG promedio de 11.56.

Lo anterior nos plantea un escenario básico que consiste llevar el RPG a promedios proyectando una estabilidad en utilidades y adicionar el hecho de la eliminación de provisiones futuras por el concepto de la demanda, que nos da un objetivo de \$857"

5.4. RESULTADOS

Después de realizar las proyecciones de los estados financieros de la compañía, se obtuvo como valor justo para el año 2009, **\$997** por acción. Este valor difiere en aproximadamente un 9% del cálculo realizado por RPG, principalmente debido a que en el RPG se incluyen ciertas condiciones del mercado que retraen en cierta medida la completa materialización del valor justo de la acción hasta tanto no se tengan todas las condiciones dadas para la inversión en bolsa.

Cabe anotar que el mercado en lo corrido del año, ha mostrado una tendencia a buscar precios justos, llegando hasta los \$849 y estabilizándose en una zona por encima de los \$800, a la espera de que mejore la confianza en el mercado de renta variable.

Nota: La valoración realizada contempla las condiciones actuales de la empresa en cuanto a su estructura financiera. Es importante hacer un fuerte seguimiento a la evolución de los usuarios de internet.

INVESTIGACIONES ECONOMICAS

Julián Ramírez Alvarez
Director Investigaciones Económicas
Tel: (1) 6515633
julian.ramirez@proyectarvalores.com

Jairo Lastra Cuadrado
Analista Senior Acciones
Tel: (1) 6515600 ext: 227
jairo.lastra@proyectarvalores.com

Vanessa Santrich
Analista Junior
Tel: (1) 6515600 ext: 408
vanessa.santrich@proyectarvalores.com

CONTACTOS COMERCIALES

Juan Carlos Navarro
Gerente de Producto
Tel: (4) 3265555 ext: 636
juan.navarro@proyectarvalores.com

PROYECTAR VALORES

Sede Principal - Medellín
Calle 7 No. 39 - 215 Oficina 1208
PBX: (4) 3265555

Bogotá.
Cra. 9a No. 99 - 02 Oficina 1002
PBX: (1) 6515600

Cra. 12 No. 84 - 12 Ofc 301
PBX: (1) 6515600

Barranquilla.
Calle 76 No. 54 - 11 Oficina 806
PBX: (5) 3692467

Villavicencio.
Calle 39 No. 33 - 67 Local 04
PBX: (5) 6718729

Página Web.
www.proyectarvalores.com