

# InterBolsa

## ETB

(Precio Actual: P\$642)

### Colombia – Telecomunicaciones

#### CAMBIO EN RECOMENDACIÓN Y PRECIO OBJETIVO

Con base en los resultados de 2007 cambiamos nuestra recomendación de COMPRA a VENTA y redujimos nuestro precio objetivo para diciembre de 2008 de P\$628 a P\$576.

- La modificación antes mencionada se debe principalmente a la fuerte reducción en la tarifa de larga distancia entrante y a la caída del rubro agregado de otros ingresos.
  - Hacia mediados de 2007 la tarifa por larga distancia entrante pasó de US\$ 5 ctvs a US\$1 ctvs. Nuestros cálculos indican que este cambio tarifario hizo que los ingresos de ETB se redujeran en cerca de \$108 mil millones frente a 2006.
  - Esta situación hará que en los próximos años los ingresos derivados de este negocio alcancen con dificultad los \$30 mil millones, cuando en 2006 representaban \$195 mil millones.
  - Esto implica una seria reducción en las posibilidades de generación de valor y por tanto motivan una reducción en el precio de la acción y un cambio de recomendación.
- Así mismo seguimos viendo a ETB como una compañía con limitaciones para agregar valor a futuro debido a los siguientes factores:
  - Los principales competidores de ETB son compañías multinacionales con amplia disponibilidad de capital, know how y aprovechamiento de economías de escala. Estas compañías están realizando amplias inversiones en Colombia.
  - En el mediano y largo plazo ETB tendrá que realizar amplias inversiones para poder seguir compitiendo. Esto afectará su flujo de caja.
  - La ausencia de un socio estratégico que sustente planes de renovación y expansión sin que se afecte la generación de caja.

Tabla 1. Resumen de Valoración, 2006-2008E (P\$ en Millones<sup>a</sup>)

Acciones en circulación (Mill)	3,548,665	Total Activos (2008E) (P\$mn)	4,668,013
Rango de las 52-semanas \$	521 - 887	Patrimonio / Total Activos	51.7%
Promedio diario de volumen (P\$ mn)	485	Capitalización Bursatil	2,256,951
Rel. Share Performance (12 Mo)	4.63%	Valor en Libros (Dic-08E)	680.00
Flotante	11.60%		
	<b>Total Ingresos</b>	<b>Utilidad Neta</b>	<b>P / U</b>
<b>2006</b>	1,553,620	185,706	14.03 x
<b>2007 E</b>	1,502,299	240,789	10.17 x
<b>2008 E</b>	1,441,850	228,324	9.98 x
			<b>ROE</b>
			8.52%
			<b>ROA</b>
			5.15%
			<b>P / VL</b>
			1.20 x
			<b>Rentabilidad del dividendo</b>
			2.05%
			3.45%
			5.74%

Fuentes: Interbolsa S.A.

26 de Febrero, 2008

## Venta

**Precio objetivo Dic-08:  
P\$ 576**

#### 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 y Millicom.

#### To U.S. Investors:

Interbolsa S.A. is not a U.S.-registered broker/dealer and its employees are not registered in the U.S.

Contact the Interbolsa S.A. analysts mentioned above. Please Refer To The Back Of Report And Footnotes For Rating Analysis Discussion And Important Disclosures.

---

## REVISIÓN DE PRECIO Y CAMBIO DE RECOMENDACIÓN

El principal motivo para recalcular nuestro modelo y finalmente nuestra recomendación y precio objetivo fue la fuerte caída que se registró en los ingresos por larga distancia entrante y en el rubro agregado de otros ingresos.

En 2006 los ingresos de larga distancia entrante le sumaron \$195.26 mil millones a los ingresos operativos de ETB. Esta cifra fue equivalente al 12,57% de los ingresos totales de \$1,53 billones consolidándose como uno de los negocios de mayor crecimiento en el período.

Sin embargo, los resultados recientemente publicados nos mostraron un desempeño inferior en este rubro.

Así, aunque aun no tengamos datos oficiales al cierre de 2007 debido a la agregación con que fueron presentadas la cifras, basados en indicaciones de la compañía y en nuestros cálculos llegamos a que estos habrían disminuido en cerca de \$108.000 millones frente a 2006 haciendo de igual forma que el rubro de otros ingresos, que en 2006 había sumado cerca de \$323 mil millones, sumara en 2007 solo \$197 mil millones.

Lo anterior, se presentó debido a que la tarifa media de minutos internacionales entrantes pasó de alrededor de US\$5ctvs por minuto a US\$1 ctvs por minuto, algo que habíamos contemplado pudiera suceder pero no tan pronto ni en tan amplia magnitud.

Así, nos encontramos con que al actualizar nuestro modelo con el cambio tarifario antes señalado y manteniendo el mismo nivel de tarifa durante el período de proyección los efectos sobre los ingresos derivados de este negocio son bastante significativos.

Según nuestros cálculos en 2008 los ingresos de este negocio con dificultad alcanzarían los \$30 mil millones. Esta situación se replicaría para los años siguientes del período de proyección de tal forma que la compañía perdería alrededor de \$40.000 millones cada año frente a nuestra proyección previa.

De igual forma el rubro de otros ingresos disminuye y así esperamos que entre los cargos de acceso, los ingresos de larga distancia entrante y otros ingresos derivados de telefonía, la compañía sume entre \$140 mil millones y \$170 mil millones cerca de la mitad de lo que sumó en 2006.

---

## AJUSTES Y ACTUALIZACIONES CON BASE EN DATOS DE 2007

- **Mejor desempeño en telefonía local, larga distancia e internet:** Debido a que en los negocios antes mencionados la compañía presentó un comportamiento mejor que lo esperado ajustamos nuestras proyecciones bajo las siguientes premisas.

- **Internet:** En el modelo anterior considerabamos que la compañía crecía de acuerdo con un 90% de la meta de penetración de internet del SIGOB, ahora aumentamos el cumplimiento de metas al 100%.

Este ajuste se realiza a pesar de que consideramos que en los próximos años la competencia en esta línea de negocio deberá incrementarse significativamente. Hemos visto como en días recientes Telmex ha iniciado una agresiva estrategia de expansión comercial luego de haber fortalecido su infraestructura en los últimos años mientras que Telefónica y otras compañías de telefonía móvil se mantienen en proceso de crecimiento y mejoramiento de sus tecnologías.

Lo cierto, es que la competencia ha estado bastante activa en inversiones de capital y por tanto pensamos que los años venideros no serán nada fáciles en términos de penetración de usuarios. Según un artículo del diario El Colombiano del 4 de octubre de 2007 Telefónica Telecom habría invertido el año pasado en Colombia \$680 mil millones de los que gran parte se utilizó en aumentar su cobertura en Bogotá. Una cifra similar habría invertido Telmex Colombia según muestra un artículo publicado en el diario La República el 7 de Septiembre de 2007 .

- **Telefonía Local :** Antes de analizar los nuevos resultados considerabamos que se cumplía en un 90% el resultado de una metodología basada en, una tarifa media estable con base en datos de 2006 y un crecimiento de las líneas fijas calculado con base en las estimaciones del SUI. Ahora ajustamos el cálculo de tal forma se cumple el 100% del estimado hasta 2010 y el 90% hasta 2015.
- **Larga Distancia Nacional y Saliente:** Entre 2008 y 2010, mantuvimos un ritmo de decrecimiento resultante de proyecciones realizadas con base en regresiones lineales con datos mensuales desde 2003. Sin embargo disminuimos las tasa de decrecimiento de los ingresos de este negocio entre 2011 y 2015, 1,5 veces en la larga distancia nacional y a la mitad para la larga distancia internacional saliente.
- **Temporalidad en Ejecución del CAPEX:** En nuestro modelo inicial habíamos asumido que el capex representaba cerca del 20% de los ingresos de ETB durante los primeros años de proyección y que entre 2011 y 2014 se ajustaba al 25%. En nuestra nueva estimación hicimos un ajuste más gradual en la que se aumentó la participación en los ingresos en 1% al año con excepción de 2015 que se incrementó en 3%.

Estos aumentos fueron realizados desde una base inicial de 17% en 2007. Dicha modificación aumentó el valor de la compañía en \$95 mil millones.

Lo anterior fue realizado, con el objetivo de darle al modelo un acercamiento más lógico a como la compañía ejecutaría sus inversiones de capital en escenario de creciente competencia. Ante lo anterior, vale la pena resaltar que es sólo un acercamiento y que pensamos que dadas las condiciones sectoriales no es descartable pensar en que la compañía decida en algún momento incrementar a un ritmo mucho mayor sus inversiones de capital, así en el momento no lo este considerando.

---

## **OTRAS CONSIDERACIONES**

Es importante aclarar a los inversionistas que los cambios que se le han realizado al modelo con los motivos anteriormente expuestos no implican un cambio frente a las principales consideraciones realizadas en la tesis de inversión en el informe inicial de cobertura.

A pesar de que algunas modificaciones introducidas agregan valor a la compañía vemos que la caída en la larga distancia entrante generará una fuerte disminución de ingresos que difícilmente podrá ser contrarrestada. Así mismo seguimos viendo a ETB como una compañía con amplias limitaciones para agregar valor a futuro debido principalmente a los siguientes factores:

- Su carácter público, ya que no creemos que sea el Distrito de Bogotá el socio que brinde los recursos necesarios para sustentar un plan de expansión y modernización que haga que en el largo plazo ETB mantenga el liderazgo en el sector.
- Los principales competidores de ETB son compañías multinacionales que poseen no sólo mayor disponibilidad de capital sino también la posibilidad de realizar un mejor aprovechamiento de economías de escala. En el momento el capex de cada una de estas compañías para sus filiales en Colombia dobla el que realiza ETB.
- La tecnología ADSL con la cual ETB realiza la mayor parte de transmisión de internet banda ancha no es una tecnología que le permita diferenciarse y generar una eficiente implementación de contenidos con la cual sobrepase a sus competidores. Como ejemplo, del rezago de ésta se tiene que Telmex cuenta ya con transmisión mediante fibra óptica y que dos compañías importantes de telefonía móvil están implementando tecnología 3G, lo que acelera la migración del internet del punto de red fija a los formatos móviles. Esta tecnología (ADSL) deberá ser reemplazada en el mediano y largo plazo.
- ETB deberá invertir en proyectos que le permitan mejorar su ROE y su ROA a largo plazo. De lo contrario, deberá devolver valor al accionista antes de que sistemáticamente comience a destruir valor. Pensamos que el incremento en la repartición de dividendos es la forma más adecuada para realizar lo anterior.

- Seguimos pensando que para que ETB pueda generar valor en el largo plazo sería de gran importancia que ésta buscara un socio estratégico o bien que se emprendiera por parte de la administración distrital un proceso de venta de la misma a un operador internacional de gran envergadura.

## VALORACIÓN

Con base en los cambios que se introdujeron al modelo de valoración los resultados de valoración fueron los siguientes:

SIN SOCIO ESTRATÉGICO	2008
<b>VP FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>1,849,928,559</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>0.00%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>-2.91%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.83%</b>
Valor Residual en Año N	1,903,422,988
VP Valor de Continuidad	768,602,581
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>2,618,531,140</b>
(-) Endeudamiento Vigente	33,750,000
(-) Pasivo Pensional	1,095,073,361
(+) Disponible e Inversiones Temporales	166,019,381
(+) Inversiones Permanentes	387,759,717
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>2,043,486,877</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,665
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>576</b>

CON SOCIO ESTRATÉGICO	2008
<b>VP FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL</b>	<b>1,849,646,671</b>
<b>G (Nominal)</b>	<b>4.28%</b>
<b>G(Real)</b>	<b>1.24%</b>
<b>WACC</b>	<b>13.84%</b>
Valor Residual en Año N	2,872,249,376
VP Valor de Continuidad	1,159,322,497
<b>= Valor de la Operación</b>	<b>3,008,969,168</b>
(-) Endeudamiento Vigente	33,750,000
(-) Pasivo Pensional	1,095,073,361
(+) Disponible e Inversiones Temporales	166,019,381
(+) Inversiones Permanentes	387,786,045
<b>= Valor Patrimonial</b>	<b>2,433,951,234</b>
Número de Acciones (mm)	3,548,665
<b>= Valor Patrimonial por Accion</b>	<b>686</b>

Fuente Interbolsa

## ESTADOS FINANCIEROS

ACTIVO	2006	2007	2008E	2009E
Disponible e Inversiones Temporales	137,967,578	204,026,445	166,019,381	266,933,272
Deudores Neto	634,373,173	517,194,243	605,124,911	663,720,036
Inventarios	13,063,989	13,993,416	11,784,246	12,665,865
Gastos pagados por anticipado	19,315,841	14,745,196	17,828,909	18,919,310
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>804,720,581</b>	<b>749,959,300</b>	<b>800,757,447</b>	<b>962,238,484</b>
Propiedad planta y equipo	1,816,949,888	1,917,895,289	1,800,858,197	1,764,823,517
Inversiones a largo plazo	152,027,719	173,982,186	178,033,303	182,178,749
Deudores Neto	1,015,126,440	1,053,930,786	1,092,926,225	1,131,178,643
Intangibles	164,064,966	171,366,521	152,261,841	163,754,061
Diferidos y otros activos	441,448,515	365,292,159	409,689,924	440,611,964
Valorizaciones	251,585,754	242,919,957	233,486,228	251,108,996
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3,841,203,282</b>	<b>3,925,386,898</b>	<b>3,867,255,718</b>	<b>3,933,655,929</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>4,645,923,863</b>	<b>4,675,346,198</b>	<b>4,668,013,165</b>	<b>4,895,894,413</b>

PASIVO	2006	2007	2008E	2009E
Obligaciones Financieras Corto Plazo	37,750,833	33,750,000	45,870,850	33,750,000
Operadores y Proveedores	156,027,947	134,799,897	120,286,767	121,261,233
Deuda pública externa	4,281,472	-	-	-
Cuentas por Pagar	140,233,513	134,660,774	239,408,547	245,490,497
Impuestos y otros pasivos	320,511,741	343,887,850	318,479,708	353,824,070
Recaudo a favor de terceros y otros	67,605,683	85,633,888	59,413,684	63,047,374
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>726,411,189</b>	<b>732,732,409</b>	<b>783,459,556</b>	<b>817,373,175</b>
Obligaciones Financieras Largo Plazo	237,500,000	206,606,962	-	-
Proveedores	516,085	545,710	-	-
Pensiones de Jubilación - Apropiado	846,673,951	847,823,291	844,069,148	838,565,566
Cesantías	9,436,900	9,477,198	8,328,815	8,838,199
Contingencias	330,935,838	341,792,511	341,792,511	341,792,511
Corrección monetaria y diferidos	315,501,136	232,659,240	277,270,845	294,228,494
<b>TOTAL PASIVO LARGO PLAZO</b>	<b>1,740,563,910</b>	<b>1,638,904,912</b>	<b>1,471,461,320</b>	<b>1,483,424,769</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>2,466,975,099</b>	<b>2,371,637,321</b>	<b>2,254,920,875</b>	<b>2,300,797,944</b>

CAPITAL Y SUPERAVIT	2006	2007	2008	2009
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	770,988,912	849,385,136	980,668,114	1,105,154,481
Revalorización del Patrimonio	706,629,800	706,629,800	706,629,800	706,629,800
Superávit por Valoriz, Donaciones, Part P	251,639,024	242,919,957	233,486,228	251,108,996
Resultados de Ejercicios anteriores	-	-	-	-
Resultado del Presente Ejercicio	185,706,443	240,789,399	228,323,562	268,218,608
<b>TOTAL CAPITAL Y SUPERAVIT</b>	<b>2,178,948,764</b>	<b>2,303,708,877</b>	<b>2,413,092,289</b>	<b>2,595,096,469</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>4,645,923,863</b>	<b>4,675,346,198</b>	<b>4,668,013,165</b>	<b>4,895,894,413</b>

ESTADO DE RESULTADOS	2006	2007	2008E	2009E
<b>INGRESOS</b>	<b>1,553,620,078</b>	<b>1,502,298,843</b>	<b>1,441,849,887</b>	<b>1,550,675,947</b>
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>1,231,847,883</b>	<b>1,141,503,059</b>	<b>1,082,580,899</b>	<b>1,148,790,625</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>321,772,195</b>	<b>360,795,784</b>	<b>359,268,988</b>	<b>401,885,322</b>
<b>EBITDA</b>	<b>784,804,881</b>	<b>790,209,191</b>	<b>693,591,623</b>	<b>757,551,734</b>
<b>NO OPERACIONAL NETO</b>	<b>-115,404,225</b>	<b>-45,554,568</b>	<b>-127,139,729</b>	<b>-111,894,582</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPTO DE RENTA</b>	<b>206,367,970</b>	<b>315,241,216</b>	<b>232,129,259</b>	<b>289,990,740</b>
Gasto por Diferencia en Cambio	-85,801	0	0	0
Provisión Imporrenta	23,266,383	90,843,642	20,197,522	38,163,957
Utilidad por Corrección Monetaria	2,519,055	16,391,825	16,391,825	16,391,825
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>185,706,443</b>	<b>240,789,399</b>	<b>228,323,562</b>	<b>268,218,608</b>

Fuente Interbolsa

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.

## Investigaciones y Negocios Internacionales

### Equipo de Investigaciones

**Andres Jimenez**  
 Director de Investigación y Negocios  
 Analista Sectores Alimentos y Comercio  
[aj@interbolsa.com](mailto:aj@interbolsa.com)  
 (574) 315 9804

**Jose Fernando Restrepo**  
 Analista Sector Financiero  
[jr@interbolsa.com](mailto:jr@interbolsa.com)  
 (574) 3199415

**Juan Camilo Dauder**  
 Analista Sectores Servicios públicos y Minero Energético  
[jd@interbolsa.com](mailto:jd@interbolsa.com)  
 (574) 3199416

**Juan Manuel Isaza**  
 Analista Sector Construcción y complementarios  
[ji@interbolsa.com](mailto:ji@interbolsa.com)  
 (574) 3199414

**Jairo Julian Agudelo**  
 Analista sector Textil y Fibras Sintéticas  
[ja@interbolsa.com](mailto:ja@interbolsa.com)  
 (574) 3197800

### Equipo de Negocios Internacionales

**Rupert James Stebbings**  
 Director de Negocios In  
[rs@interbolsa.com](mailto:rs@interbolsa.com)

**Juan Pablo Vieira**  
 International Trader  
[jv@interbolsa.com](mailto:jv@interbolsa.com)  
 (574) 3197800

**Bogotá:**  
 Edificio InterBolsa. Av 82 # 12 - 18, Piso 3  
 Tel: (571) 3256540  
 Fax: 3256544

**Medellín:**  
 Edificio BVC, Cra. 43 a No. 1-50, piso 5 - Torre 3  
 Tel: (574) 3197800  
 Fax: 3199444 - 3199410

**Cali:**  
 Av. 4 norte #. 6n- 67. Edificio Siglo XXI Of 201  
 Tel: (572) 685 32 00  
 Fax: 6853201

**Manizales:**  
 Cra 23 #64b - 33. Edificio Casa Luker  
 Tel: (576) 8756161  
 Fax: 8756150

**Bucaramanga**  
 Calle 36 # 26 - 48. Int. 110  
 Oficina: 201, Centro Empresarial Suramericana  
 Tel: (577) 6320080

**Barranquilla:**  
 Calle 76 #54 - 11. Edificio World Trade Center Of 1501  
 Tel: (575) 3695800  
 Fax: 3695800

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. Interbolsa S.A no estaba haciendo un mercado en las titularizaciones de la compañía en cuestión cuando este informe fue publicado. En el plazo de los últimos doce meses, Interbolsa S.A no recibió, ni está autorizado para recibir, remuneración por servicios de inversión bancarios, servicios relacionados con titularización de banca de no inversión, o servicios no titularizados proporcionados a 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 de 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.