



Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá

BVC: ETB

Primera cobertura

Fecha de valoración: marzo 30 de 2017

Recomendación: Vender

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: \$ 639
 Valor del COLCAP: 1.368.98
 Precio Objetivo en los próximos 12 meses: \$ 605

Un entorno retador en donde la compañía está reinventando sus líneas de negocio y una fuerte valorización de la acción durante los últimos tres años reducen el potencial de valorización. El precio de la acción de bolsa ya parece tener incorporado el hecho de una posible venta de la compañía por parte del distrito de Bogotá.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ebitda	455,018	510,841	602,085	674,822	729,087	772,815	806,438	841,017	866,359	892,111
Wacc	12.71%	12.65%	12.97%	12.98%	13.00%	13.01%	13.03%	13.05%	13.07%	13.09%
Capex	300	309,3	320,435	331,33	341,269	351,508	362,053	372,914	384,102	395,625
FCL	158,204	214,264	269,686	288,355	300,218	309,918	315,205	325,294	328,04	334,075

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: \$2,268,803 Millones de pesos
Acciones en circulación: 3,550,553,412 acciones ordinarias
Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: \$ 467,179,175
Bursatilidad: alta
Participación índice: 0,22 % del COLCAP
Cotiza en: BVC, Bolsa de Valores de Colombia
Rango último año: \$557 - \$657

Apreciación global de la compañía

Localización: Bogotá, Colombia
Industria: telecomunicaciones
Descripción: compañía de telecomunicaciones en Colombia, con presencia principalmente en el Área Metropolitana de Bogotá y los municipios de Cundinamarca.
Productos y servicios: internet, telefonía, televisión, datos, movilidad y otros servicios.
Sitio web de la compañía: www.etb.com.co

Analistas:

John Alexander López Sánchez
 Rafael Salazar Gaviria

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Durante el periodo de 2012 y el 2017 el precio de la acción de ETB ha fluctuado entre \$389 y \$653, caracterizado por una tendencia alcista en los últimos tres años y la consolidación de algunos eventos corporativos importantes. Entre ellos, vale la pena destacar la decisión de pagar \$404,000 millones en un dividendo extraordinario y que representaba en su momento un dividendo por acción de \$113.84 y un *dividen yield* de 19.03%. Esto, sumado a la materialización de la decisión del distrito de Bogotá de vender su participación en la compañía y la contratación de J. P. Morgan para la asesoría en el proceso de venta, fortaleció las expectativas sobre este activo que logró un retorno para los inversionistas de 73.64% durante los últimos tres años. En el Grafico 1 se puede observar el desempeño del precio de la acción.

Gráfico 1. Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A. E. S. P.



Fuente: Bloomberg Markets (2017).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Si bien la economía colombiana muestra oportunidades importantes de crecimiento y sobre todo en el sector de telecomunicaciones, se considera que el precio de la acción de ETB en la Bolsa de Valores ya tiene incorporado el potencial de crecimiento del sector y su precio está bastante cerca al que posiblemente se podría dar en una transacción de venta entre el distrito de Bogotá y un posible inversionista. Aunque esta transacción puede generar oportunidades de valorización en el corto plazo, consideramos que los fundamentales de la compañía tienen bastantes desafíos en términos de la materialización de la nueva estrategia de la compañía y los nuevos negocios en los que está incursionando. Así las cosas, establecemos una recomendación de VENTA en el activo fundamentada en un potencial de valorización bastante limitado y unos riesgos asociados a la industria.

TESIS DE INVERSIÓN

Partiendo de la valoración realizada bajo la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), en donde sella el valor presente de los posibles flujos que puede generar la compañía según las estimaciones realizadas, se considera una recomendación de VENTA, teniendo un precio objetivo para la acción de ETB de \$605 a diciembre de 2017, indicando una posible desvalorización del 5.32%.

El potencial de valorización que tenía la empresa hace algunos años se ha ido reduciendo con el buen comportamiento del precio de la acción durante los últimos periodos, y las expectativas de los cambios estratégicos realizados por la compañía en sus diferentes unidades de negocio ya se encuentran incorporadas en los precios actuales. El margen EBITDA se encuentra en niveles similares a sus comparables de la región, limitando las eficiencias que puedan generar la gerencia y las necesidades de nuevas inversiones en CAPEX que reducen la generación de valor para los accionistas.

Así pues, la materialización del nuevo enfoque de la compañía, la consolidación de los nuevos productos, un mercado bastante competido con grandes participantes multinacionales, el riesgo político implícito en la dirección de la compañía y la necesidad de capitalización, constituyen las principales amenazas que hoy en día posee la empresa. Sin embargo, los nuevos lineamientos de la compañía, la realización de fuertes inversiones en CAPEX y una política de austeridad y servicio, parecen generar nuevas oportunidades. La amplia base de clientes que posee la empresa le permite penetrar el mercado con sus nuevos productos con más facilidad que sus competidores y la agresividad en los planes de mercadeo parecen empezar a verse reflejados en la consolidación de las nuevas líneas de negocio.

Si bien el proceso de venta de la participación mayoritaria que posee el distrito de Bogotá (86.3%) parece estar bastante cerca, se considera poco probable que un inversionista pague una prima significativa de control y el precio al que se da la transacción debería estar relativamente cercano al que cotiza la acción en este momento. Adicionalmente, la compañía durante los dos últimos años ha generado unas pérdidas cercanas a los 400,000 millones, lo que genera un comportamiento negativo en el valor patrimonial de la compañía y afecta directamente el valor en libros. Esto cobra bastante relevancia, pues tiene un impacto en el proceso de venta que se rige bajo la ley 226 y en donde se establece que los activos de propiedad pública no pueden ser vendidos por debajo de 1.0x P/VL, es decir, \$563. En síntesis, las pérdidas que ha generado la compañía durante los dos últimos años han tenido como resultado una disminución en el precio mínimo al cual se pueden vender las acciones que posee el distrito de Bogotá.

VALORACIÓN

La valoración de la compañía fue realizada bajo la metodología de FCLD, la cual determina el valor actual de los futuros fondos que generará la empresa, teniendo en cuenta que existe flujo de caja libre para los accionistas y que se estimó mediante la proyección a diez años del EBITDA, los impuestos, el capital de trabajo, las depreciaciones y el CAPEX. Dentro de estas proyecciones se utilizan algunas metodologías que incorporan los riesgos de mercado, el riesgo país y el apalancamiento de la compañía.

Se realizó la valoración bajo esta metodología porque es una de las más utilizadas en la actualidad e incorpora la mayoría de variables claves dentro de una compañía, la evolución futura de la empresa, el valor del dinero en el tiempo y su entorno económico, permitiendo hallar un valor de la compañía. Hoy por hoy los grandes bancos de inversión utilizan este método como punto de partida en sus valoraciones y luego comparan el resultado con los generados por otras metodologías.

Para esto, fue necesaria la construcción de un modelo que incorporara el Rolling WACC. A continuación, en la tabla 1 se muestran las variables más representativas:

Tabla 1. Construcción del WACC

Rolling WACC	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
D/E	28.0%	29.0%	27.9%	27.5%	26.9%	26.2%	25.4%	24.6%	23.9%	23.1%
D/A	21.9%	22.5%	21.8%	21.6%	21.2%	20.7%	20.3%	19.8%	19.3%	18.8%
P/A	78.1%	77.5%	78.2%	78.4%	78.8%	79.3%	79.7%	80.2%	80.7%	81.2%
Libre de riesgo %	2.5%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%
Bono Yankee	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
Retorno de mercado	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%	11.4%
Tasa renta fija histórica	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
Beta desapalancado	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%	88.7%
Devaluación esperada	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
CAPM. Ke US%	12.6%	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.5%	12.5%
CAPM. Ke COP%	14.8%	14.8%	14.9%	14.9%	14.9%	14.8%	14.8%	14.8%	14.8%	14.7%
Costo en pesos Cop %	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Kd (desp. de impuestos)	5.3%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Capital de WACC %	12.7%	12.6%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.1%	13.1%	13.1%

Fuente: elaboración propia.

Tabla 2. Flujo de Caja Libre

Valoración	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
UO	-199,947	-55,938	99,273	217,319	302,93	367,747	414,676	456,636	484,827	509,94
Imp. Oper			32,76	71,715	99,967	121,357	136,843	150,69	159,993	168,28
UODI	-199,947	-55,938	66,513	145,604	202,963	246,391	277,833	305,946	324,834	341,66
Depreciación	654,964	566,779	502,812	457,503	426,157	405,068	391,762	384,381	381,532	382,171
Capex	300	309,3	320,435	331,33	341,269	351,508	362,053	372,914	384,102	395,625
Var. CXP	12,741	45,546	74,445	59,345	44,274	35,678	27,432	28,213	20,676	21,011
Var. Inventario	739	2,643	4,32	3,444	2,569	2,07	1,592	1,637	1,2	1,219
Var. CXC	8,815	30,179	49,329	39,323	29,337	23,641	18,177	18,694	13,7	13,922
FCL	158,204	214,264	269,686	288,355	300,218	309,918	315,205	325,294	328,04	334,075

Fuente: elaboración propia.

Tabla 3. Resumen valoración

Valor activos	2,678,671
Obligaciones financieras netas	530,18
Valor patrimonial	2,148,491
Acciones en circulación	3,550,553
Precio por acción	605

Fuente: elaboración propia.

Las proyecciones del Flujo de Caja Libre presentadas en la tabla 2, muestran que la compañía mejorará notablemente sus márgenes operacionales durante los próximos años y se mantendrá en números positivos a partir del 2019. De esta manera, y considerando un WACC entre un 12.6% y 13.1%, el valor por acción de la compañía según el modelo es de \$605, cifra que es inferior los \$640 que transa la acción en este momento. Es importante sensibilizar el WACC en la tabla 4, considerando su importancia en este modelo y analizar el cambio del valor de la compañía con diferentes tasas de retorno para esta variable.

Tabla 4. Sensibilidad WACC y gradiente

WACC%	Gradiente de crecimiento g%		
	2.50%	3.00%	3.50%
10.00%	870	908	952
11.00%	752	780	810
12.00%	660	679	702
12.90%	590	605	622
14.00%	522	534	546

Fuente: elaboración propia.

Cuando el WACC utilizado toma valores cercanos al 13% o por encima, la compañía parece estar cotizando en bolsa a un valor justo y su potencial de valorización es bastante

reducido o nulo. Sin embargo, cuando se considera un WACC cercano al 10%, el valor al que cotice la acción luce un poco bajo frente a las valoraciones y abre espacio para una posible apreciación de la acción.

METODOLOGÍA UTILIZADA

Siempre habrá limitaciones a la hora de seleccionar un modelo para hacer la valoración de una compañía, pues si se toman modelos que repliquen la realidad contable se dejará de lado la visión del mercado y el entorno macroeconómico que es cambiante y que claramente juega un papel importante en el día a día de una empresa. Para ello, hay combinaciones estratégicas que le permiten a los valoradores hacer comparativos entre diferentes metodologías que logren captar una realidad contable, sin dejar de lado la proyección del mercado, entre ellas están la valoración por múltiplos y la valoración por FCLD. En este tipo de compañías se podría hacer también una valoración por número de usuarios en la cual se le asigne un valor a cada uno con respecto a los ingresos que le generará a la compañía, y a partir de allí hacer la valoración; pero en un mercado donde los deseos de los consumidores dependen de su región, edad, generación y demás variables que componen el comportamiento del consumidor, habría un sesgo alto a la hora de proyectar sus necesidades en el largo plazo.

Por lo anterior, se definió utilizar la metodología de valoración por flujos de caja descontados, pues es un modelo financiero completo y revelador que, aunque su gran desafío sea la proyección de los crecimientos a largo plazo y la generación de las tasas de descuento (WACC), para cada uno de los años futuros se puede complementar con el análisis vía múltiplos para hacer una comparación con sus competidores y garantizar que no se están haciendo proyecciones que pudieran ser utópicas.

Los resultados que arroja el modelo de valoración desarrollado parten de una proyección compleja del entendimiento del mercado y la empresa en términos de ingresos por líneas de negocio, proyección de los gestionables o costos críticos de la compañía, proyección de intereses, deuda y apalancamiento basado en las necesidades de liquidez, estimaciones de principales macroeconómicas tales como la inflación, dólar, devaluaciones y demás necesarias para hacer la proyección realista de los ingresos y egresos. Así mismo, el modelo contempla un escenario macroeconómico proyectado al 2026 con sus posibles riesgos políticos y de mercado que claramente influirán en el desempeño de ETB, sin dejar de lado que dicha proyección debe apuntar siempre a satisfacer la rentabilidad exigida por los accionistas. A continuación, en la tabla 5 se muestran los resultados globales de las valoraciones realizadas.

Tabla 5. Resultado valoración por FCL y múltiplo EV/EBITDA

FCL		EBITDA (múltiplo)	
Valor Activos	2,678,67	EBITDA	455,018
	1	EV/EBITDA	5.6
Obligaciones financieras	530,180	Valor compañía	2,538,543
	2,148,49	Acc en circulación	3,550,553
Valor patrimonial	1	Valor x Acción	715
Acciones en circulación	3,550,55		
	3		
Precio por acción	605		

Fuente: elaboración propia.

Si bien la metodología de FCLD es la más utilizada en los mercados financieros para encontrar el valor justo de diferentes activos según sus características y riesgos, es importante contrastar los resultados obtenidos con otras metodologías. Por esta razón, se utilizó el cálculo del valor de la compañía a través del múltiplo EBITDA, considerando transacciones similares en el sector y asumiendo cuál sería el valor aproximado que estaría dispuesto a pagar un inversionista racional partiendo del EBITDA de la compañía y sin considerar los excesos de liquidez que tenga. En la tabla 6, se puede ver como empresas como Telefónica Brasil, Entel, América Móvil y Telecom Argentina actualmente cotizan en promedio a 5.6x EV/EBITDA, lo que indicaría que el valor actual para ETB, según las cotizaciones de los pares de la región en las diferentes bolsas, sería de \$715. Si bien el valor de la compañía bajo esta metodología es mayor al que arroja la metodología de flujo de caja libre, los valores son bastante cercanos y ambos podrían reflejar de manera correcta el posible valor de la empresa.

Tabla 6. Comparación múltiplos telecomunicaciones

Company	Mkt. Cap USD mn	P/E		EV/EBITDA		P/BV LTM	EBITDA Mg	ROE LTM	Div. Yield 2016
		2016E	2017E	2016E	2017E				
LATAM									
ETB	790.1	(13.7)	(9.9)	6.1	5.9	1.2	30.0%	(10.6%)	19.1%
Entel	2,768.8	31.6	19.4	7.5	6.2	2.1	21.6%	0.9%	n.a.
Telefónica Brazil	23,170.7	16.1	14.8	5.8	5.4	1.3	31.8%	6.6%	4.0%
Oi	1,013.0	n.a.	n.a.	6.0	6.0	0.2	28.0%	(48.0%)	n.a.
TIM	5,615.9	27.2	26.2	4.2	4.0	1.3	38.8%	12.4%	2.5%
América Móvil	46,879.3	13.3	11.6	5.6	5.5	4.3	29.1%	20.4%	5.1%
Axtel	540.0	n.a.	26.5	4.8	5.0	1.8	19.6%	(76.6%)	n.a.
Telecom Argentina	4,508	14.4	10.5	4.3	3.7	2.7	26.3%	23.6%	1.3%
Latam Avg		14.9	14.8	5.5	5.6	1.7	28.4%	(13.6%)	7.7%

Fuente: Bloomberg Markets (2017).

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Contexto internacional

El contexto internacional del sector de telecomunicaciones no ha sido muy diferente al local. La telefonía móvil ha llegado a su máximo histórico en penetración de mercado, alcanzando un 97% y 7 mil millones de suscriptores en todo el mundo. Por su lado, el internet en los hogares logró pasar de una penetración del 6.5% en el 2000 al 43% en el 2015, cifra que durante estos últimos 15 años se multiplicó siete veces. El internet móvil es todavía el segmento con más dinámica en los últimos periodos, logrando que el 47% de la población mundial tenga acceso a este servicio. Y, por último, la proporción de la población alrededor del mundo con acceso al menos a una red 2G en su celular llegó a su récord de 95%, creciendo un 58% entre 2001 y 2015 (“Informe de gestión y sostenibilidad ETB 2015”, 2014). Sin embargo, el sector en general se caracterizó por un alto nivel de fusiones y adquisiciones en el último año, en donde las compañías líderes mundiales lograron su crecimiento y penetración en el mercado a través del crecimiento inorgánico de las empresas (“ICTF Facts and Figures”, 2015).

Factores macroeconómicos

En la industria de las telecomunicaciones la población y el crecimiento es una de las principales variables determinantes para el sector, pues es el aumento de usuarios y hogares la variable sensible a la hora de proyectar el mercado al cual se enfrentará la industria; así mismo, el comportamiento del consumidor complementa la proyección de los nichos de mercado y la participación de las empresas de telecomunicaciones.

Adicionalmente, la tasa de interés es un indicador que afecta el costo de la deuda de las compañías, y cuando hay una inversión en capex como la que ha realizado ETB, es una variable que juega un papel muy importante en las proyecciones de necesidades de liquidez en el mediano y largo plazo. El dólar es también una variable que puede influir sobre la industria, pues la adquisición de materias primas y tecnología son, en su mayoría, importadas, haciendo que el dólar sea también una variable a monitorear. Por último, la inflación es por excelencia la variable macroeconómica a la hora de proyectar ingresos y costos gestionables futuros, pues al no ser una industria no regulada en Colombia es la competencia y la libre fluctuación de la oferta y la demanda la que determina el precio de los bienes y servicios ofrecidos.

Principales factores de la valoración

Una vez realizada la valoración de una compañía como ETB, se evidencia que una de las variables más relevantes para determinar una postura de compra o de venta es la determinación del WACC (costo promedio ponderado de capital) pues es una tasa que debe encontrar el equilibrio entre la visión de un inversionista que espera una generación de retornos superiores a los del referente del mercado S&P 500 con riesgo bajo, y la visión de la compañía misma quien tiene el interés de tener un modelo que arroje un precio atractivo y que por ende requeriría de un WACC más conservador. Para este caso en particular, y dado el contexto y el proceso por el que atraviesa Colombia, se han aumentado los costos de deuda y el riesgo político, por lo que se consideró, adicional al WACC, añadir una prima de riesgo que reflejara las expectativas en el largo plazo a la

luz de los ojos de un inversionista. Pues se pensaría que si el rendimiento promedio histórico desde 1928 del S&P 500 ha sido de 11.4%, un inversionista esperaría un retorno mayor que en un mercado desarrollado.

Si bien el WACC es una variable de sensibilidad altamente relevante en una valoración, para el caso de ETB su variable más importante es el capex invertido anualmente, pues las compañías de telecomunicaciones generalmente tienen inversiones en CAPEX altas y costos fijos estables y de baja proporción en comparación con las necesidades de inversión en infraestructura para que su negocio pueda funcionar correctamente. Se podría decir, incluso, que una compañía de este tipo vale por la capacidad de atender al mercado a través de infraestructura colocada y tener el dinamismo para superar el punto de equilibrio de dicha inversión, ya que un error en este rubro podría determinar en adelante la buena o mala prestación del servicio y la permanencia en el mercado.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

Esta compañía nació en 1884 y hoy se consolida en el mercado como una empresa sólida, rentable y competitiva que ha aportado significativamente al crecimiento de Bogotá. La empresa, que hasta el 2003 fue netamente pública, se caracteriza por sus accionistas público-privados tras la colocación de acciones que le permitieron financiar sus planes de expansión (“Nuestra compañía”, s. f.). A medida que la empresa fue creciendo se incluyeron, dentro de su portafolio, los servicios de internet, fibra óptica, televisión interactiva, digital y móvil. En 2013 se implementó un plan de inversión con los servicios mencionados anteriormente; para dicha implementación se realizó una inversión de 2.1 billones de pesos, monto similar al patrimonio actual de la empresa. Esta inversión no se acompañó de un esfuerzo comercial, así que no se vio un aumento significativo en los ingresos y tampoco en la base de clientes nuevos, concluyendo en una disminución de la rentabilidad y el flujo de caja de la empresa. Los ingresos de ETB para el 2015 solo aumentaron en un 3%, mientras que los costos y gastos subieron un 30%. Esta situación redujo los márgenes EBITDA significativamente llegando a un mínimo, en los últimos cuatro años, de un 28%. Debido a estas cifras, la nueva administración ha determinado una política agresiva de reducción de costos y un esfuerzo comercial que permita mejorar la situación que vive actualmente la empresa (“Informe de gestión ETB 2015”, s. f.).

Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

Fortalezas

- Infraestructura para la prestación de sus líneas de negocio ya establecida
- Amplia base de clientes y en crecimiento
- Fortaleza patrimonial
- Marca empresarial reconocida

Oportunidades

- Población en crecimiento
- Incentivos estatales para la ampliación de la red de internet
- Curva marginal con tendencia horizontal
- Expansión regional

Debilidades

- Estructura para la toma de decisiones bastante compleja pues hasta el momento es una compañía pública que tiene un componente político importante.
- Pérdida de participación de mercado
- Márgenes EBITDA decreciendo
- Alta exposición a la tasa de cambio
- Mega meta ambiciosa

Amenazas

- Rápida evolución en tecnologías de comunicación
- Grandes inversiones en CAPEX
- Influencias políticas en la empresa
- Cambios regulatorios en el sector
- Competencia fuerte

Productos y servicios

ETB es una empresa de telecomunicaciones con un amplio portafolio de servicios, entre los que se encuentran telefonía local y larga distancia con una participación del 36% sobre la generación total, internet con un 29%, negocios especializados tales como atención a corporativos y empresas del grupo con un 13%, telefonía móvil con un 8% datos con un 11% y televisión con un 4% (“Informe de gestión ETB 2015”, s. f.).

Estrategia y desarrollos recientes

Se han invertido cerca de 2.1 billones de los cuales 1.3 se emplearon en remodelaciones y proyectos de Wi-Fi, televisión, capilaridad de fibra óptica, 980 mil millones de pesos en sostenimiento de la operación de redes, administración y sistemas y 41 mil millones de pesos en compra de compañías como Ingelcom y Skynet; lo anterior con el fin de realizar un aumento de las coberturas con infraestructura de fibra óptica, redes e inversiones en tecnología para lograr llegar a una distribución del portafolio que aumente la participación de la telefonía móvil al 48%, y llevar los demás productos a un 6% en telefonía local y larga distancia, datos al 9%, internet al 24%, 8% a negocios especializados y 5% en televisión. Si bien se podría pensar que es contradictorio que sus participaciones sobre los ingresos disminuyan en ciertos rubros de forma porcentual, la estrategia se centra en aumentar el número de usuarios a la luz del crecimiento poblacional y al crecimiento de los hogares (“Informe de gestión ETB 2015”, s. f.).

Análisis de los competidores

Los principales competidores de la industria de telecomunicaciones son las empresas multinacionales y locales tales como Claro, Movistar, DirectTV y UNE; todas las anteriores con gran penetración de mercado y cobertura, las cuales han hecho inversiones agresivas en tecnología incluso mucho antes de ETB, lo cual los postula como grandes jugadores de mercado, cada uno especializado en sus nichos, todos fuertes en hogares, corporativos y móviles (salvo DirectTV que se especializa en hogares).

Las participaciones de mercado a nivel nacional tienen como líderes en línea básica a Une y a Movistar con un 27 % y un 25.7 % respectivamente, en internet fijo a Claro con 33.3% y Une con 28.6 %, televisión paga sus líderes son Claro 43.5 % y Direct TV con 21.1 %, en internet móvil Movistar tiene el liderazgo con 36 % y claro con 34.8 % y en telefonía móvil Claro con 52.5 % y movistar con un 23.3%. ETB no es líder en ninguna de las líneas a nivel país, sin embargo al tener el liderazgo en Bogotá con respecto a sus competidores, se cree no será complicado aumentar sustancialmente su participación en las nuevas líneas dado el crecimiento mostrado entre el 2014 al 2016 en el cual pasó de ingresos de 1% al 21% solo con el lanzamiento de las nuevas líneas de negocio (informe anual de 2016).

A 2016 el comportamiento del sector ha sido favorable en crecimiento, pues se ha incursionado ampliamente en banda ancha, pasando de 11,098 millones en el 2015 a 13,233 millones en el 2016.

Si se analizan las cinco fuerzas de Porter se podría hablar de que las barreras de entrada son altas porque requieren alta inversión de capital e infraestructura para la prestación de los servicios, en cuanto a la amenaza de sustitutos o complementarios se puede evidenciar que la telefonía fija local y de larga distancia se está reemplazando por la telefonía móvil y las llamadas vía datos, lo cual va en línea con la estrategia que hoy plantea ETB en el largo plazo. En cuanto al poder de negociación de los clientes se cree que estos, en un mercado de telecomunicaciones, no tienen muchas alternativas de operadores, por ende, no cuentan con un poder de negociación alto; así mismo, los proveedores no tienen mucho poder de negociación por el tamaño de la empresa ETB y la escasez de jugadores en la industria, por lo que las adjudicaciones en licitaciones vía subasta interna disminuye los precios sin arduas jornadas de negociación. Por último, la rivalidad entre los competidores es el punto más álgido a la hora de analizar la competencia, pues al haber pocos jugadores la apuesta por aumentar el número de usuarios termina llevándolos a una guerra de precios.

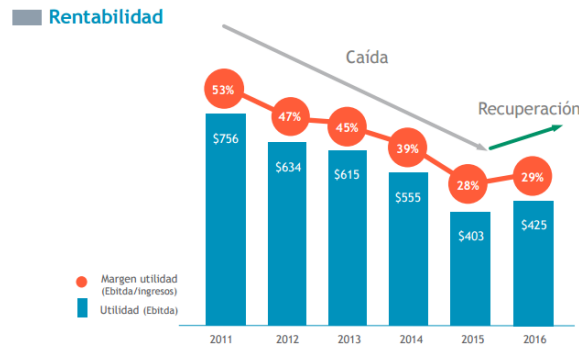
DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La administración de ETB cuenta con grandes desafíos, pues al ser una empresa que depende de los desarrollos tecnológicos, los cuales son un producto de alta evolución y globalización, es importante que la administración sea adaptable y con posibilidad de toma de decisiones rápidas, pues es una empresa que debe tratar de ir a la misma velocidad con la que evoluciona la tecnología.

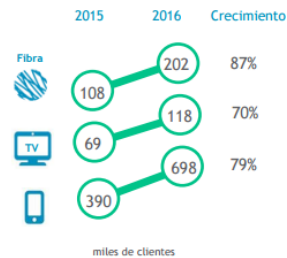
La incursión en los nuevos negocios ha hecho que los márgenes EBITDA se comporten negativamente; sin embargo, en el último año ETB parece tener un punto de inflexión, estabilizando la tendencia negativa del indicador y mostrando resultados más favorables como resultado de una política de aumento de clientes y política de disciplina en gastos en donde la compañía ha hecho esfuerzos significativos para atraer nuevos usuarios, proteger y aumentar los márgenes de rentabilidad y generar eficiencias a nivel administrativo. Todo lo anterior encaminado a la estrategia de nuevos productos que empiezan a tomar más peso sobre los ingresos. Estos resultados se pueden ver en el Gráfico 2.

Gráfico 2. Principales indicadores de la gerencia

En 2016 el Ebitda crece 6%, por primera vez en 5 años



Crecen los clientes de los productos nuevos



Fuente: “Informe de gestión ETB 2015” (s. f.).

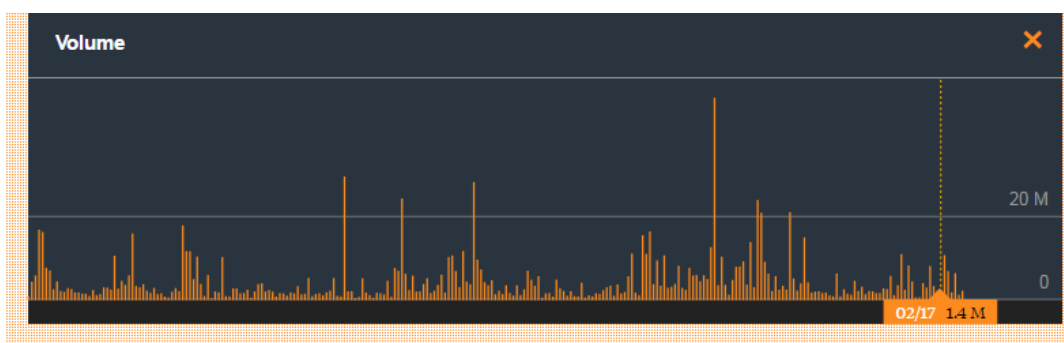
ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

ETB tiene un total de acciones en circulación de 3,550,553,412, de las cuales el 86.36% pertenece al Distrito Capital y un porcentaje menor al 15% para accionistas varios entre los que se encuentran la Universidad Distrital Francisco José de Caldas. Por su parte, tiene un 11.6% en cabeza de accionistas privados en donde los más relevantes son los fondos de inversiones locales y extranjeros.

ETB, aunque está en la rueda denominada “alta liquidez” en el mercado de valores colombiano, no ha sido una acción que se caracterice por tener una liquidez que satisfaga a los compradores y vendedores de dicha acción en el mercado. Es por ello que la compañía, con miras a mejorar este conflicto, inició, en el 2016, un programa especial de creadores de mercado que busca darle liquidez a la acción. En el Gráfico 3 se presenta el volumen diario de negociación de la acción.

Gráfico 3. Volumen de negociación ETB



Fuente: Bloomberg Markets (2017).

En términos de retribución a sus accionistas, ETB no ha tenido una política clara de dividendos, pues en el 2014 dieron un dividendo de 17 pesos por acción, en el 2015 repartieron un dividendo ordinario de 19 pesos y uno extraordinario de 113.84 pesos por acción y en el 2016 no repartieron dividendos a sus accionistas. Así mismo, su estrategia ha sido la de apalancar la compañía para mejorar ciertos indicadores de reporte.

RIESGOS DE INVERSIÓN

La situación de ETB se convierte en preocupante al analizar el entorno de las telecomunicaciones, ya que este sector, interanual, está creciendo alrededor del 12% y 14%. Si bien los grandes generadores de este crecimiento son los servicios móviles y el internet, la telefonía fija ha sido el gran destructor de valor. Internet móvil es quien lidera el crecimiento del sector con un 25.9%, seguido por internet fijo con el 13.6% y telefonía móvil con el 9.2%. No obstante, la mayoría de los subsectores de telecomunicaciones y la alta concentración de los ingresos de ETB en su servicio de telefonía fija no permiten que la compañía tenga el mismo crecimiento que el sector (“Informe de gestión ETB 2015”, s. f.).

Entendiendo el entorno global y local de la compañía, varios bancos de inversión y calificadoras de riesgo han realizado en los últimos años diversos informes de valoración y de calificación de riesgo en donde describen la situación actual de ETB. Empresas como AdCap, Alianza de Valores, Credicorp Capital y Fitch Ratings han publicado sus conceptos y en la mayoría de los reportes se refleja el deterioro de la compañía en los

últimos años. En todos ellos se resaltan los grandes retos que tiene la compañía en el mediano y largo plazo, los riesgos asociados al manejo político y a la descapitalización que ha sufrido producto de los altos dividendos entregados a los accionistas. Dichos análisis han sido realizados a través del flujo de caja descontado y, en algunos casos, se hace una valoración por múltiplos, comparando la compañía con sus pares en la región. Por último, los reportes estiman un precio objetivo de la acción de ETB, el cual es comparado con su valor en bolsa y su potencial de valorización. Para el último año estos informes indicaron un precio objetivo para la acción entre un rango de 600 y 630 pesos (“Análisis corporativo ETB 2015”, s. f.; “Inversionistas ETB 2015”, s. f.; “Inversionistas Reporte Credicorp Capital ETB 2015”, 2016 y “Reporte Alianza - ETB 2015”, 2017).

Los riesgos a los que se enfrenta ETB son múltiples, muchos de ellos no son muy diferentes a los que asumen las industrias en Colombia, entre los cuales se encuentran el riesgo macroeconómico, cambios regulatorios a favor o en contra, el riesgo de tipo de cambio al tener una emisión de bonos en dólares y el riesgo de mercado al ser una empresa que cotiza en bolsa y que por naturaleza podría impactar el precio de la acción, afectando el patrimonio de la compañía.

El riesgo sindical es un conflicto al que también se enfrenta ETB, pues al ver el historial de sindicatos en Colombia que han afectado las empresas de este y otros sectores no se puede dejar de lado.

Entre los peligros más representativos que podrían afectar a ETB en la ejecución de su plan de negocio en el largo plazo está el riesgo político o de falta de control, pues la alcaldía maneja el 86% de la compañía, lo que agrega incertidumbre en un país cuya rotación de alcaldías se presenta cada cuatro años. Así mismo, ETB tiene un riesgo operativo alto al estar en una transformación de negocio, la cual requerirá una administración que se ajuste rápidamente a los cambios tecnológicos y necesidades del mercado el cual es exigente, más aún cuando la megameta de 45% de EBITDA es ambiciosa a la luz de los resultados obtenidos en el modelo de valoración presentado. Por lo anterior, y dado el contexto de hoy, el modelo contempla, de manera subjetiva, una prima que aumenta el WACC ligeramente y al mismo tiempo agrega sensibilidad al precio de la acción estimado.

En conclusión, los mayores retos a los que se enfrenta la empresa estudiada, además de los riesgos descritos, es poder generar los retornos esperados por los inversionistas y que al mismo tiempo sean superiores al desempeño histórico que ha tenido el S&P 500, el cual ha sido de 11.4%; así como transformar su estructura de ingresos, pasando de ingresos por telefonía a ingresos por datos, móviles e internet, manteniendo un portafolio que avance tan dinámicamente como la industria a la que pertenece.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Proyección de los ingresos

Tabla 7. Proyección de los ingresos

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
ETB Estado de resultados individuales (COP m)											
Ingresos	1,462,376	1,516,725	1,702,803	2,006,949	2,249,406	2,430,290	2,576,051	2,688,126	2,803,391	2,887,863	2,973,702
Local	453,605	417,874	385,444	353,801	323,023	293,233	264,439	236,644	209,856	180,611	153,371
Larga distancia	72,652	70,577	66,235	61,857	57,461	53,071	48,694	44,336	40,003	35,028	30,264
Telefonía	526,258	488,451	451,678	415,659	380,484	346,305	313,133	280,981	249,858	215,639	183,635
Internet	394,587	492,709	547,537	606,302	658,622	691,711	711,306	722,609	733,286	729,837	725,525
Datos	158,071	172,397	189,444	210,933	234,840	260,218	270,244	270,244	270,244	270,244	270,244
Neg Especiales	154,882	195,011	201,636	208,519	215,764	222,558	225,031	225,031	225,031	225,031	225,031
Móvil	103,328	126,116	253,681	479,313	656,491	797,233	936,001	1,062,752	1,192,100	1,310,114	1,428,128
TV	84,786	42,041	58,827	86,223	103,206	112,265	120,336	126,510	132,872	136,998	141,139

Fuente: elaboración propia.

Los ingresos de la compañía son ascendentes durante los años en los cuales se estima la valoración. Sin embargo, como se puede ver en la tabla 7, los ingresos por línea de negocio son muy variables ya que la compañía se encuentra en un proceso de transformación y adaptación. Es de aclarar que en la proyección los ingresos por telefonía van descendiendo lentamente debido a la pérdida de participación de mercado a causa de la migración de clientes de telefonía fija a telefonía móvil y datos. Adicionalmente, el ARPU (ingreso promedio por usuario) se mantiene estable durante el periodo evaluado. Para el cálculo de estas proyecciones se tuvieron en cuenta variables poblacionales, crecimientos poblacionales, penetración de mercado, crecimiento del mercado, ingresos por usuario y tendencia en los precios por usuarios.

Proyección costo y gastos gestionables

Tabla 8. Proyección de los costos y gastos gestionables

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Gestionables	1,025,271	1,061,708	1,191,962	1,404,864	1,574,584	1,701,203	1,803,236	1,881,689	1,962,374	2,021,504	2,081,591
Gest / Ventas	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%

Fuente: elaboración propia.

Según los últimos reportes de la compañía y considerando el promedio del margen operacional que tienen compañías de este sector a nivel mundial, se estableció un margen de proyección del 30% sobre los ingresos en el largo plazo. En la tabla 8 se observan los resultados.

CAPEX y activos fijos

Tabla 9. Proyección de los costos y gastos gestionables

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PPE	2,936,357	3,245,657	3,566,092	3,897,421	4,238,691	4,590,198	4,952,251	5,325,166	5,709,267	6,104,892
Depreciación	654,964	566,779	502,812	457,503	426,157	405,068	391,762	384,381	381,532	382,171
Dep. acumulada	654,964	1,221,743	1,724,555	2,182,058	2,608,215	3,013,283	3,405,045	3,789,426	4,170,958	4,553,128
PPE neto	2,281,393	2,023,914	1,841,537	1,715,363	1,630,476	1,576,915	1,547,206	1,535,740	1,538,310	1,551,764
Dep. periodo	654,964	566,779	502,812	457,503	426,157	405,068	391,762	384,381	381,532	382,171
% Depreciación	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
CAPEX	300,000	309,300	320,435	331,330	341,269	351,508	362,053	372,914	384,102	395,625

Fuente: elaboración propia.

Dado que ETB ha realizado inversiones de CAPEX importantes y considerables (2.3 billones de pesos), es evidente que no mantendrá dicho ritmo de inversión en el largo plazo pues los grandes desarrollos ya se han realizado. Sin embargo, al ser una empresa en proceso de transformación debe seguir invirtiendo en infraestructura para mantener el servicio y aumentar la cantidad de usuarios. Por lo anterior, se proyectó un CAPEX de alrededor de 300,000 millones de pesos anuales más inflación, aún si esto supera ligeramente el promedio del 19% de CAPEX sobre los ingresos que manejan las empresas similares en la región. El resumen de los resultados se encuentra en la tabla 9.

Capital de trabajo

Tabla 10. Capital de trabajo

Capital de trabajo	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Deudores	237,178	245,993	276,173	325,501	364,825	394,162	417,802	435,979	454,674	468,374
Rotación de deudores días	58	58	58	58	58	58	58	58	58	58
Inventarios	20,805	21,544	24,188	28,508	31,952	34,521	36,592	38,184	39,821	41,021
Rotación de inventarios días	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Proveedores	358,503	371,244	416,789	491,234	550,579	594,854	630,531	657,963	686,176	706,852
Rotación de proveedores días	126	126	126	126	126	126	126	126	126	126

Fuente: elaboración propia.

Dado que estos rubros son bastante estables se mantuvieron los mismos supuestos que ha tenido la compañía en el pasado; es decir, 58 días para los deudores, 7 días para inventario y 124 días para proveedores. La compañía tenía una rotación igual a la actual pues son flujos bastante estables. La tabla 10 contiene los resultados obtenidos para el capital de trabajo.

Hipótesis financieras

Para este rubro se asume que la compañía mantendrá su deuda estable en \$ 530,000,000 de pesos que tiene emitida a través de un bono en el sector financiero. Así mismo, cuando dicha deuda llegue a su vencimiento se estima que la compañía la renovará en proporciones iguales. Por su parte, el patrimonio se irá afectando por el resultado de los ejercicios futuros sin estimar capitalizaciones futuras.

Impuestos

Para este supuesto se adoptaron las medidas impuestas por la reciente reforma tributaria en Colombia, la cual asume un impuesto de renta del 34% más 7% de sobretasa para el año 2017, 33% más 6% para el 2018 y de ahí en adelante 33%.

Referencias

Análisis Corporativo ETB 2015 (s. f.). Recuperado de http://www.etb.com.co/corporativo/UploadFile/Calificaciones_Informes/2016-03-08_ANaLISIS_CORPORATIVO.pdf

Bloomberg Markets (2017). Recuperado de <https://www.bloomberg.com/quote/ETB:CB>

Buitrago Junco, A. L. (2016). Sector de telecomunicaciones en Colombia en etapa de consolidación. S&P Global, 6. Recuperado de http://brc.com.co/notasyanalisis/Articulo_telecomunicaciones_BRC_120516.pdf

Damodaran Online (2017). Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

\$2.3 billones invertidos por la ETB, en mora de generar rentabilidad (2016). Recuperado de http://www.contraloriabogota.gov.co/Noticias/Noticia_marzo_29_2016.pdf

ETB mejora su participación de mercado en banda ancha y en móviles (2016). Recuperado de <http://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/balance-del-primer-semester-del-2016-de-etb-28985>

ICTF Facts and Figures (2015). Recuperado de <http://blog.iese.edu/bizknowledgewatch/2015/new-blog-post-the-world-in-2015-ict-facts-and-figures/>

- Informe de gestión ETB 2015 (s. f.). Recuperado de <https://www.etb.com/corporativo/UploadFile/Sobre%20ETB/Acerca%20de%20ETB/IGyS/Informe%20gestion%20sostenibilidad%202015.pdf>
- Informe de gestión y sostenibilidad ETB 2015 (2014). Recuperado de [http://www.etb.com.co/cyp/Uploads/Normativas/boletín de sostenibilidad22.pdf](http://www.etb.com.co/cyp/Uploads/Normativas/boletín%20de%20sostenibilidad22.pdf)
- Inversionistas ETB 2015 (s. f.). Recuperado de <https://www.etb.com/corporativo/Inversionistas>
- Inversionistas Reporte Credicorp Capital ETB 2015 (2016). Recuperado de https://www.etb.com/corporativo/UploadFile/Calificaciones_Informes/2016-05-24_Credicorp_Capital_esp.pdf
- Ministerio TIC - Estadísticas sectoriales (s. f.). Recuperado de <http://colombiatic.mintic.gov.co/estadisticas/stats.php?id=14&jer=1&cod=>
- Nuestra compañía (s. f.). Recuperado de <https://www.etb.com/corporativo/Sobre-ETB>
- Población en Colombia (s. f.). Recuperado de <http://www.colombia.com/colombia-info/estadisticas/poblacion/>
- Presentación resultados 1T 2016. (2016). Recuperado de <https://www.etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/PPT-1T-2016.pdf>
- Proyecciones de población (s. f.). Recuperado de <http://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/demografia-y-poblacion/proyecciones-de-poblacion>
- Proyecciones económicas de mediano plazo (2016). Recuperado de <https://connections.grupobancolombia.com/files/basic/anonymous/api/library/d79759b7-d193-4c70-9fbd-063f6c641d89/document/b0f02f7d-b30d-402c-bb93-1f4528f9fdc8/media>
- Reporte Alianza - ETB 2015 (2017). Recuperado de <https://www.etb.com/corporativo/inversionistas/>

ANEXOS

BALANCE GENERAL HISTÓRICO

Tabla 11. Balance general histórico

Balance general individual (COP mn)	2014	2015	2016
Disponible	861,909	585,357	240,660
Inversiones temporales	260,860	27,758	
Cartera comercial	225,206	235,903	223,825
Inventarios	13,163	20,705	12,650
Impuestos pagados por anticipado	161,972	189,295	223,595
Fiducia pensiones	36,934	41,714	38,851
Otros activos	12,732	9,459	12,575
Total activo corriente	1,572,776	1,110,191	752,155
Propiedad planta y equipo	2,413,236	2,766,791	2,636,357
Inversiones a largo plazo	46,424	49,731	42,744
Cuentas por cobrar	18,987	21,892	21,819
Intangibles	384,047	432,671	474,903
Diferidos	322,625	488,587	543,012
Otros activos no corrientes	2,574	2,284	3,510
Valorizaciones	26,284	26,284	26,284
Total activo no corriente	3,214,175	3,788,240	3,748,628
Total activo	4,786,951	4,898,431	4,500,784
Obligaciones financieras nacionales	58		30,000
Operadores y proveedores	476,447	627,356	418,453
Provisiones y contingencias	35,430	49,441	54,707
Impuestos	51,561	98,353	129,222
Otros	122,538	147,043	105,149
Total pasivo corriente	686,034	922,193	737,530
Obligaciones financieras nacionales	530,180	530,180	530,180
Cuentas comerciales por pagar	1,576	358,503	290,786
Otros pasivos	3,564	10,644	10,505
Diferidos	222,050	182,409	208,482
Provision	525,720	615,889	614,141
Total pasivo largo plazo	1,283,090	1,697,626	1,654,094
Total pasivo	1,969,124	2,619,819	2,391,624
Capital	1,924	1,924	1,924
Prima en colocación de acciones	262,471	262,471	262,471

Reservas	1,739,734	1,607,588	1,581,081
Superávit por método de participaciones		-1,266	30,855
Resultado del presente ejercicio	-37,757	-36,538	-142,945
Resultados ejercicios anteriores	851,455	444,432	375,773
Total capital y superávit	2,817,827	2,278,612	2,109,160

Fuente: elaboración propia.

BALANCE GENERAL PROYECTADO

Tabla 12. Balance general proyectado

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Disponible	380,791	587,308	860,971	1,034,803	1,175,554	1,292,042	1,389,316	1,474,761	1,548,335	1,614,929
Cartera comercial	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825	223,825
Inventarios	13,389	16,032	20,352	23,796	26,366	28,436	30,028	31,665	32,865	34,085
Impuestos pagados por anticipado	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595	223,595
Fiducia pensiones	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851	38,851
Otros activos	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575	12,575
Total activo corriente	893,026	1,102,186	1,380,169	1,557,445	1,700,766	1,819,325	1,918,191	2,005,273	2,080,046	2,147,859
Propiedad planta y equipo	2,281,393	2,023,914	1,841,537	1,715,363	1,630,476	1,576,915	1,547,206	1,535,740	1,538,310	1,551,764
Inversiones a largo plazo	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744	42,744
Cuentas por cobrar	30,633	60,813	110,141	149,465	178,802	202,442	220,62	239,314	253,014	266,936
Intangibles	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903	474,903
Diferidos	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012	543,012
Otros activos no corrientes	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51
Valorizaciones	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284	26,284
Total activo no corriente	3,402,478	3,175,179	3,042,131	2,955,281	2,899,730	2,869,810	2,858,279	2,865,506	2,881,776	2,909,152
Total activo	4,295,504	4,277,365	4,422,299	4,512,726	4,600,496	4,689,135	4,776,469	4,870,779	4,961,822	5,057,012
Obligaciones financieras Nacionales	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Operadores y proveedores	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453	418,453
Provisiones y contingencias	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707	54,707
Impuestos	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222	129,222
Otros	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149	105,149

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE GENERAL PROYECTADO

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total pasivo corriente	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53	737,53
Obligaciones financieras nacionales	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18	530,18
Cuentas comerciales por pagar	303,527	349,072	423,517	482,862	527,137	562,814	590,247	618,46	639,135	660,146
Otros pasivos	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505	10,505
Diferidos	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482	208,482
Provisión	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141	614,141
Total pasivo largo plazo	1,666,835	1,712,380	1,786,825	1,846,170	1,890,445	1,926,122	1,953,554	1,981,767	2,002,443	2,023,454
Total pasivo	2,404,365	2,449,910	2,524,355	2,583,700	2,627,975	2,663,652	2,691,084	2,719,297	2,739,973	2,760,984
Capital	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924	1,924
Prima en colocación de acciones	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471	262,471
Reservas	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081	1,581,081
Superávit por método de participaciones	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855	30,855
Resultado del presente ejercicio	-218,02	-63,685	70,49	155,404	217,479	264,809	299,51	330,485	351,838	370,894
Resultados ejercicios anteriores	232,828	14,808	-48,877	-102,71	-121,289	-115,658	-90,457	-55,335	-6,32	48,802
Total capital y superávit	1,891,140	1,827,455	1,897,945	1,929,025	1,972,521	2,025,483	2,085,385	2,151,482	2,221,849	2,296,028
Total Pasivo + Patrimonio	4,295,504	4,277,365	4,422,299	4,512,726	4,600,496	4,689,135	4,776,469	4,870,779	4,961,822	5,057,012

Fuente: elaboración propia.

ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO

Tabla 13. Estado de resultados histórico

ETB Estado de resultados individuales (COP m)	2014	2015	2016
Ingresos	1,416,447	1,460,006	1,462,376
Local	546,916	485,000	453,605
Larga distancia	102,490	83,000	72,652
Internet	429,143	366,000	394,587
Datos	101,918	180,000	158,071
Neg especiales	247,248	185,000	154,882
Móvil	7,697	67,000	103,328
TV	1,574	22,000	84,786
Otros	-20,539	72,006	40,465
Costos y gastos	1,387,018	1,712,446	1,625,685
Gestionables	799,293	1,036,794	1,025,271
Depreciación &A	525,210	654,964	591,593
Otros	62,515	20,687	8,821
Utilidad operacional	29,429	-252,439	-163,309
Ingresos no operacionales	-114,017	-37,158	-44,028
Intereses financieros	-123,608	-47,073	-44,232
Otros	9,591	9,915	205
Gasto / Ingreso por diferencia en cambio	17,506	12,327	7,189
Utilidad antes de Impuesto de Renta	-67,082	-277,270	-200,148
Provisión impropria	-30,590	-208,611	-42,792
Otro resultado integral	-1,266	32,121	22
Utilidad del ejercicio	-37,757	-36,538	-157,334

Fuente: elaboración propia.

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

Tabla 14. Estado de resultados proyectados

ETB Estado de resultados individuales (COP m)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingresos	1,516,725	1,702,803	2,006,949	2,249,406	2,430,290	2,576,051	2,688,126	2,803,391	2,887,863	2,973,702
Local	417,874	385,444	353,801	323,023	293,233	264,439	236,644	209,856	180,611	153,371
Larga distancia	70,577	66,235	61,857	57,461	53,071	48,694	44,336	40,003	35,028	30,264
Telefonía	488,451	451,678	415,659	380,484	346,305	313,133	280,981	249,858	215,639	183,635
Internet	492,709	547,537	606,302	658,622	691,711	711,306	722,609	733,286	729,837	725,525
Datos	172,397	189,444	210,933	234,840	260,218	270,244	270,244	270,244	270,244	270,244
Neg especiales	195,011	201,636	208,519	215,764	222,558	225,031	225,031	225,031	225,031	225,031
Móvil	126,116	253,681	479,313	656,491	797,233	936,001	1,062,752	1,192,100	1,310,114	1,428,128
TV	42,041	58,827	86,223	103,206	112,265	120,336	126,510	132,872	136,998	141,139
Costos y gastos	1,716,672	1,758,741	1,907,676	2,032,087	2,127,360	2,208,304	2,273,450	2,346,755	2,403,036	2,463,762
Gestionables	1,061,708	1,191,962	1,404,864	1,574,584	1,701,203	1,803,236	1,881,689	1,962,374	2,021,504	2,081,591
Depreciación &A	654,964	566,779	502,812	457,503	426,157	405,068	391,762	384,381	381,532	382,171
Utilidad operacional	-199,947	-55,938	99,273	217,319	302,930	367,747	414,676	456,636	484,827	509,940
Ingresos no operacionales	19,040	29,365	43,049	51,740	58,778	64,602	69,466	73,738	77,417	80,746
Gastos no operacionales	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113	-37,113
Utilidad antes de Impuesto De Renta	-218,020	-63,685	105,209	231,946	324,595	395,237	447,030	493,262	525,131	553,574
Provisión imporrenta			-34,719	-76,542	-107,116	-130,428	-147,520	-162,776	-173,293	-182,679
Utilidad del ejercicio	-218,020	-63,685	70,490	155,404	217,479	264,809	299,510	330,485	351,838	370,894

Fuente: elaboración propia.

FLUJO DE CAJA HISTORICO

Tabla 15. Flujo de Caja Libre Historico

Flujo de Tesorería	2014	2015	2016
Utilidad del período	-37,757,438	-36,538,108	-157,334,440
Depreciación y amortización	407,228,969	432,589,478	544,340,690
Aumento de Propiedad, y planta y equipo	-510,500,565	-721,156,365	257,846,990
Aumento de Cartera	-100,015,273	-97,925,276	54,156,541
Aumento de Cuentas por Pagar	36,261,126	549,543,251	-282,773,010
Aumento de Inventarios	-865,719	-5,596,550	11,419,107
Dividendos	0	0	0
Caja del período	1,017,114,214	1,770,272,812	-219,189,398
Flujo de caja inicial	0	861,908,722	585,356,867
Flujo de caja final	861,908,722	585,356,867	240,659,954

Fuente: Informe de Sostenibilidad ETB 2016.

FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO**Tabla 16.** Flujo de Caja Libre Proyectado

Flujo de tesorería	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad del periodo	-218,020	-63,685	70,490	155,404	217,479	264,809	299,510	330,485	351,838	370,894
Depreciación y amortización	654,964	566,779	502,812	457,503	426,157	405,068	391,762	384,381	381,532	382,171
Aumento de propiedad, y planta y equipo	300,000	309,300	320,435	331,330	341,269	351,508	362,053	372,914	384,102	395,625
Aumento de cartera	8,815	30,179	49,329	39,323	29,337	23,641	18,177	18,694	13,700	13,922
Aumento de cuentas por pagar	12,741	45,546	74,445	59,345	44,274	35,678	27,432	28,213	20,676	21,011
Aumento de inventarios	739	2,643	4,320	3,444	2,569	2,070	1,592	1,637	1,200	1,219
Dividendos				124,323	173,983	211,847	239,608	264,388	281,470	296,716
Caja del periodo	140,131	206,517	273,663	173,832	140,751	116,489	97,274	85,445	73,574	66,594
Flujo de caja inicial	240,660	380,791	587,308	860,971	1,034,803	1,175,554	1,292,042	1,389,316	1,474,761	1,548,335
Flujo de caja final	380,791	587,308	860,971	1,034,803	1,175,554	1,292,042	1,389,316	1,474,761	1,548,335	1,614,929

Fuente: elaboración propia.

VALORACIÓN

Tabla 17. Valoración

Valoración	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad operacional	(199,946,937)	(55,937,822)	99,272,815	217,318,824	367,747,388	414,676,300	456,636,438	484,826,572	509,939,944
Impuestos operacionales	0	0	32,760,029	71,715,212	121,356,638	136,843,179	150,690,025	159,992,769	168,280,182
NOPLAT (UODI)	(199,946,937)	(55,937,822)	66,512,786	145,603,612	246,390,750	277,833,121	305,946,413	324,833,803	341,659,763
Depreciación y amortización	654,964,496	566,778,738	502,811,897	457,502,964	405,067,949	391,761,650	384,380,914	381,532,217	382,170,591
CAPEX	300,000,000	309,300,000	320,434,800	331,329,583	351,507,555	362,052,781	372,914,365	384,101,796	395,624,850
Aumento de cuentas de pagar	12,740,664	45,545,629	74,444,753	59,345,335	35,677,525	27,432,299	28,212,932	20,675,784	21,010,551
Aumento de inventarios	739,380	2,643,155	4,320,261	3,443,995	2,070,478	1,591,982	1,637,284	1,199,880	1,219,308
Aumento de deudores	8,814,816	30,179,427	49,328,553	39,323,383	23,640,628	18,177,179	18,694,442	13,700,180	13,922,003
Flujo de Caja Libre operacional	158,204,027	214,263,964	269,685,822	288,354,951	309,917,564	315,205,127	325,294,168	328,039,948	334,074,744
Valor terminal									3,543,398,174
FCF + Valor terminal corrientes	158,204,027	214,263,964	269,685,822	288,354,951	309,917,564	315,205,127	325,294,168	328,039,948	3,877,472,918
Periodo de descuento	1	2	3	4	6	7	8	9	10
Flujo de Caja Libre operacional VP	140,362,628	168,853,275	187,059,719	176,977,024	148,752,265	133,708,187	121,901,331	108,557,856	97,593,695
Valor Terminal en VP									1,035,137,577
FCF + Valor terminal en VP	140,362,628	168,853,275	187,059,719	176,977,024	148,752,265	133,708,187	121,901,331	108,557,856	1,132,731,272
Liquidez actual	240,659,954								
Promedio liquidez 3%									
Liquidez requerida promedio	43,871,266								
Exceso de liquidez	196,788,688								
Valor activos, valor operaciones	2,678,670,618								
Obligaciones financieras, netas	530,180,000								
Valor patrimonial	2,148,490,618								
Acciones en circulación	3,550,553,412								
Precio por acción	605								

Fuente: elaboración propia.

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de Nueva Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia) por favor visite una de las dos páginas web:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad Colombia
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585