

**Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A.**  
Bolsa de Valores de Colombia (BVC): ETB

**Cobertura continúa**

Fecha de valoración: septiembre 30 de 2016

**Recomendación:** Compra.

**Precio de la Acción y Valor del índice COLCAP**

Precio de la acción: \$586 COP (30 de septiembre de 2016).

Potencial de valoración en el corto plazo del 8,9% pasando de \$586 a \$638 COP en el mes doce. La estrategia adoptada enfocada en la eficiencia operativa, el servicio al cliente y la disposición de la capacidad instalada, le permitirá a la empresa aumentar su participación en el mercado y presentar indicadores de rentabilidad de acuerdo a la industria.

Valor COLCAP: 1338,83 Unidades (30 de septiembre de 2016).

Precio esperado a alcanzar en el mes 12 es \$638 COP.

**Tabla de valoración con los datos financieros más destacados**

Miles de Pesos (COP)	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
UODI (NOPLAT)	\$ (271.545.039)	\$ (233.993.625)	\$ (167.716.999)	\$ (110.499.923)	\$ (53.168.686)
KTNO	\$ (12.001.619)	\$ 15.807.296	\$ 22.688.351	\$ 15.422.009	\$ 19.804.824
WACC	11,1%	8,75%	7,95%	7,81%	7,87%
CAPEX/Ingresos	31%	20%	20%	20%	20%
ROIC	-9,77%	-9,29%	-7,27%	-5,16%	-2,63%
FCFF	\$ (182.850.615)	\$ (57.487.286)	\$ (18.913.716)	\$ (11.530.873)	\$ 26.401.542

Miles de Pesos (COP)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
UODI (NOPLAT)	\$ 3.225.695	\$ 39.480.200	\$ 76.504.583	\$ 113.631.374	\$ 151.194.347
KTNO	\$ 21.707.911	\$ 23.101.613	\$ 24.197.392	\$ 25.481.162	\$ 26.935.201
WACC	8,16%	8,25%	7,03%	7,07%	7,1%
CAPEX/Ingresos	20%	20%	20%	20%	20%
ROIC	0,17%	2,05%	3,90%	5,53%	7,07%
FCFF	\$ 60.931.205	\$ 134.572.448	\$ 171.232.591	\$ 227.751.070	\$ 274.521.144

**Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios**

*Capitalización bursátil: al 30 de septiembre de 2016 \$2.087.725 millones de COP.*

*Acciones en circulación: 3.550.553.412*

*Volumen promedio diario del último año: del 30 de septiembre de 2015 hasta el 30 de septiembre de 2016, el volumen promedio transado diario fue de \$731 millones COP.*

*Bursatilidad: alta.*

*Participación índice: COLCAP 0,21%, COLSC 8,54% y COLIR 0,23%.*

*Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).*

*Beta: 0,89 Apalancado.*

*Rango último año: \$485 COP - \$619 COP.*

**Apreciación global de la compañía**

*Localización: Bogotá, Colombia.*

*Industria: Telecomunicaciones.*

*Descripción: Compañía de Telecomunicaciones en Colombia, enfocada a la prestación de servicios de voz, internet, televisión y móviles 4G. Presenta cobertura nacional.*

*Productos y servicios: Telefonía, Datos, Internet, Data Center, Televisión, 4G, otros servicios.*

*Sitio web de la compañía: [www.etb.com](http://www.etb.com); <http://www.etb.com.co/inversionistas>.*

**Analistas:**

Juan Pablo Bossa Buitrago  
Juan David Muñoz Ocampo

**Directora de la Investigación de Inversión:**

Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de Investigación:**

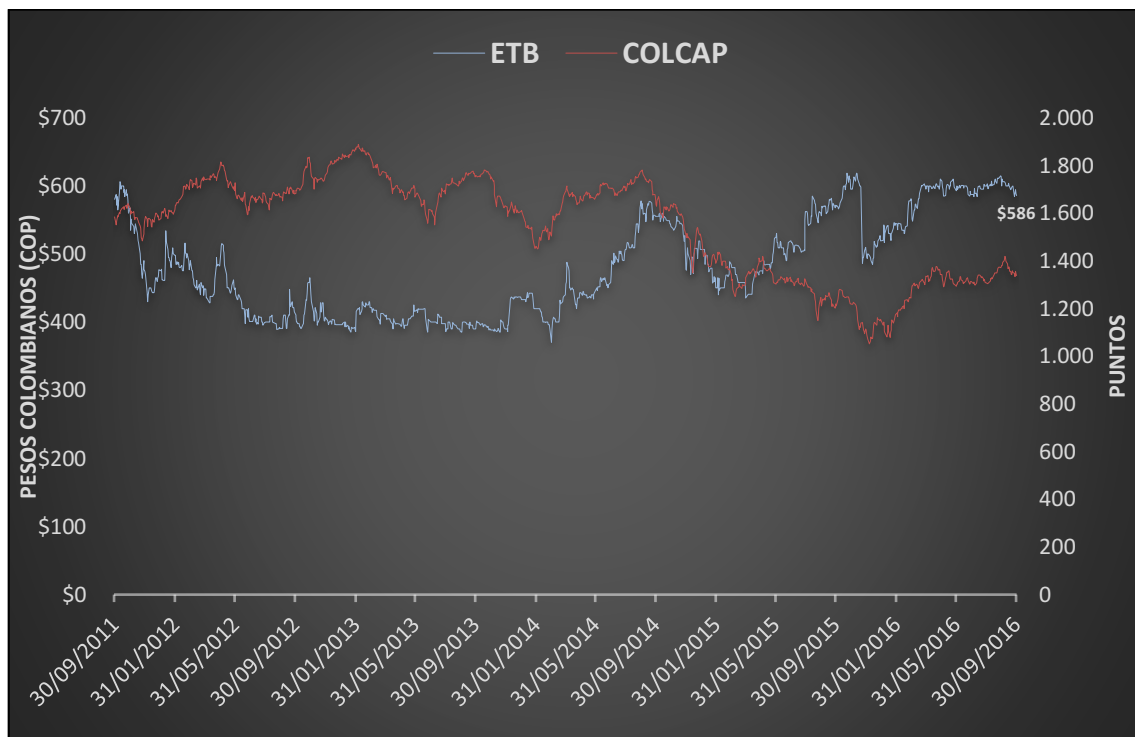
Álvaro Hernández Bonnet

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El desempeño accionario de la compañía ETB durante los últimos cinco años ha sido relativamente estable. Si se analiza en el horizonte de tiempo mencionado, la acción ha presentado un rendimiento promedio anual del 0,21%. Con respecto al comportamiento histórico de la acción, se resalta un precio máximo histórico alcanzado de \$1.280 COP el 15 de septiembre de 2009. Posteriormente, mantuvo un precio alrededor de los \$1.100 COP hasta el día 02 de septiembre de 2010, cuando perdió aproximadamente un cuarto de su valor, cerrando la jornada con un precio de cierre de \$792 COP. Esta pérdida se debió al fracaso que obtuvo la compañía en la búsqueda de un socio estratégico que era considerado vital para modernizar la infraestructura y para poder competir en el mercado, hechos que hicieron que el valor de mercado de la acción continuara en descenso.

El gráfico presentado a continuación corresponde al comportamiento accionario durante cinco años. Se ilustra el comportamiento durante el período comprendido entre el 30 de septiembre de 2011, con un precio de cierre de \$580 COP, hasta el 30 de septiembre de 2016, donde el precio de cierre fue de \$586 COP.

**Gráfico 1.** Desempeño accionario ETB frente al índice COLCAP



Fuente: equipo de valoración, datos tomados de la Bolsa de Valores de Colombia.

Durante este período de tiempo la acción llegó a un precio mínimo de \$370 COP en marzo de 2014, principalmente debido a la poca confianza del mercado respecto a un activo que se creía que tendía a desaparecer. Sin embargo, un cambio en su estrategia bajo una nueva administración, la incursión en nuevas líneas de negocio y la

modernización de la infraestructura y de la tecnología implementada, hizo que la compañía empezara a rendir frutos en el 2014 presentando un aumento del 141,5% en sus ganancias netas al comparar el primer semestre de 2014 frente al del 2013 bajo normas contables PCGA. Dados los buenos resultados presentados por la compañía, la acción entró en un período alcista durante varios meses.

A partir del año 2015, el comportamiento de la acción presentó un buen dinamismo, siendo uno de los pocos activos que había demostrado una atractiva valoración en su precio de negociación durante el último año. Si se analiza frente al COLCAP, desde el 20 de junio de 2013, cuando se inició el despliegue de red de fibra óptica para el hogar, al 20 de noviembre de 2015 la acción había presentado una valoración del 42,4% frente a una caída del índice COLCAP del 29,4%, ratificando el buen comportamiento que había venido presentando la acción frente al mercado accionario colombiano.

El día 23 de noviembre de 2015 se logra apreciar una caída significativa en el precio de la acción del 17%. Sin embargo, esto se debió a que la acción entró en un período ex-dividendo. ETB había anunciado previamente el pago de dividendos extraordinarios de \$113,84 pesos por acción, por lo que se infiere que había jalonado el precio de la acción en el mercado. La acción se ve castigada al haberse disminuido el patrimonio, se reconoce este movimiento y el accionista no presenta una variación significativa en su inversión pues recibiría el dividendo correspondiente. A partir de esa fecha, y con el nuevo mandato político en Bogotá y una nueva reestructuración en la compañía dados los resultados poco alentadores del 2014 y 2015 bajo las normas NIIF, la nueva administración, a principios del 2016, menciona la posible venta de la compañía a mediados del 2017, hecho que fue bien visto por el mercado y los inversionistas.

Durante lo corrido del año la acción de ETB ha presentado una valorización del 12,7%, presentando el viernes 30 de septiembre de 2016 un precio de cierre de \$586 COP. El índice COLCAP, en contraste, ha presentado un aumento del 18,5% durante el mismo período.

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se otorga una calificación positiva con perspectiva favorable a la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB), ya que se espera que la acción presente un aumento en su precio de mercado en el corto y mediano plazo. Esta evaluación se basa en los inductores económicos de la empresa y en el método de valoración por medio del Flujo de Caja Libre Descontado. Para la determinación del precio objetivo en el mes doce del presente año, se consideraron los diferentes factores económicos propios de la empresa, los indicadores financieros del sector de las telecomunicaciones y estándares de la industria, y las estrategias corporativas de la compañía y sus objetivos bajo un nuevo enfoque estratégico.

ETB es líder y dueño de mercado en la industria de las telecomunicaciones en lo que respecta a la telefonía local en Bogotá. Con respecto a los demás servicios ofertados como internet, televisión y móvil en Bogotá, ETB se reparte el mercado junto a otras empresas del sector. Igualmente, es el operador con mayor cobertura a nivel Bogotá gracias a su red de Fibra Óptica (FTTH). A nivel nacional, la compañía presenta una baja participación de mercado respecto a sus principales competidores. Durante los próximos años se espera que la compañía continúe con su nuevo enfoque de aumentar su participación en el mercado dándole valor a la compañía, aprovechando las inversiones intensivas realizadas hasta el momento tanto en fibra óptica, móviles 4G y nuevas líneas de servicios y productos que presenten un índice de penetración a nivel nacional.

El mayor reto que presenta la compañía es mejorar la rentabilidad y reducir costos. Estos retos se pueden superar bajo un nuevo enfoque comercial, una eficiencia operativa racionalizando el CAPEX, desacelerando el OPEX, estabilizando el EBITDA y una continua mejora en el servicio al cliente. Como parte integrante de la estrategia, ETB continuará bajo un período de austeridad, razón por la cual no planea generar repartición de dividendos mientras continúe la presión de los egresos sobre los ingresos y no se logre estabilizar el EBITDA. Se considera que ETB presenta una red de infraestructura con un considerable potencial de captación de mercado dada su baja utilización.

De este modo, se espera que la compañía presente un incremento constante de sus utilidades bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF) en el futuro. La compañía presenta un apalancamiento financiero por encima del sector, donde su razón deuda financiera/patrimonio es del 56% a la fecha de la valoración. Se proyecta que esta razón aumente dadas las pérdidas recurrentes en el corto plazo; sin embargo, se espera que en el momento en que la compañía empiece a generar utilidades los indicadores de deuda/capital se empiecen a nivelar nuevamente a los estándares del sector. Gracias a la capacidad instalada que la compañía presenta, al alto índice de penetración y expansión potencial a nivel nacional de sus nuevas líneas de negocio y al nuevo enfoque operacional y estratégico de la nueva administración, se considera que la empresa presenta un gran potencial de crecimiento a futuro.

## TESIS DE INVERSIÓN

Con base en la valoración realizada por medio de la metodología del Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), se emite una recomendación de compra de la acción de ETB. Esta recomendación tiene sustento en un precio objetivo para finales de diciembre de 2016 de \$638 COP, es decir, una valorización del activo bursátil del 8,9% respecto al precio del cierre (\$586) presentado el día 30 de septiembre de 2016.

El resultado expuesto anteriormente tiene su sustento en la capacidad de la empresa de cambiar su enfoque estratégico comercial y operativo. Con la nueva administración se espera que se gestionen aspectos claves de reestructuración como la monetización de la red, el incremento en la actividad comercial, el énfasis en FTTH, TV y móviles, y el mejoramiento de los indicadores de rentabilidad e indicadores de gestión de los costos y gastos operacionales. De este modo, se espera que el margen EBITDA logre estabilizarse y se ubique dentro de los niveles que presenta el sector. La relación precio de cierre contra el valor de libros al 30 de septiembre de 2016 se ubicaba en una razón de 1,0x (Bloomberg, 2016), lo que infiere que el precio de cierre que refleja el mercado está alineado con el precio que refleja la compañía en libros.

En la actualidad, la compañía se encuentra en un proceso de reestructuración bajo un nuevo enfoque estratégico. Los resultados de la compañía durante el presente año han empezado a mostrar indicios de estabilización en los costos y gastos operacionales, en gran parte por los planes estratégicos mencionados anteriormente. Adicionalmente, se considera que ETB continuará con su proceso de expansión a nivel nacional, aumentando su oferta comercial con un mayor índice de penetración pues anteriormente su enfoque comercial era bajo una escasa diversificación geográfica con concentración en Bogotá.

Sin embargo, se establece que existe cierto grado de incertidumbre para ETB en el sector de las telecomunicaciones. La compañía depende de su capacidad de llevar a cabo su nuevo plan estratégico. Igualmente, el sector de las telecomunicaciones presenta altas cuantías de inversión en CAPEX para adaptarse a los cambios tecnológicos, lo que representa presiones significativas en los niveles de caja de la compañía. La presión por parte de la competencia por medio de tarifas y precios hace que los ingresos y demás indicadores se alejen de la MEGA planteada por la compañía al 2022 (\$4,5 billones de ingresos COP, Margen EBITDA superior al 45%, con el 30% de ingresos fuera de Bogotá); se proyecta que los ingresos aumenten a un ritmo prudente dado el leve crecimiento del sector y la coyuntura de la economía colombiana, motivos que finalmente afectarán el ARPU (ingresos medios por usuario) esperado por la compañía.

En el corto plazo se espera que la presión de los egresos sobre los ingresos persista. Se proyecta que el nuevo enfoque estratégico y operacional logre que las inversiones realizadas generen los resultados esperados en el mediano y largo plazo; es decir, que los resultados de la compañía empiecen a ajustarse a los niveles presentados en el sector de las telecomunicaciones en Colombia, representados en indicadores de rentabilidad de acuerdo a la industria.

Todo lo anterior hace que el precio objetivo de la acción a diciembre de 2016 sea de \$638 COP. Igualmente, se aclara que el comportamiento histórico durante el presente año de la acción se ha visto influenciado por el proceso de venta de la compañía. Existe una correlación entre la información relacionada al proceso de la venta y el comportamiento del precio de la acción. Se proyecta que cualquier evento o información respecto a la venta de la compañía podría generar un mayor valor para los accionistas.

## VALORACIÓN

El proceso de valoración se llevó a cabo mediante la metodología conocida como Flujo de Caja Descontado de los activos, que consiste en realizar proyecciones del comportamiento financiero de la compañía a partir de los resultados recientes de esta y de las expectativas de la misma hacia el futuro. En este se evalúa la capacidad de generación de flujos futuros y traídos al presente mediante la tasa de descuento para darle valor a la empresa. Este método es el aceptado, generalmente, para este tipo de valoración.

Dentro de las condiciones de la valoración se determinó utilizar como horizonte de proyección diez años (2016-2025) dada la naturaleza del negocio. La tasa libre de riesgo  $r_f$  se definió mediante el rendimiento del t-bond a diez años, el Market Risk Premium se toma como fuente lo calculado por Damodaran y se estima mediante la diferencia entre rendimiento promedio ponderado del mercado y el rendimiento promedio de los t-bond para un período de cincuenta años, y por último se toma el beta desapalancado de la industria de telecomunicaciones tomado desde Damodaran.

A continuación, se presentan las variables de análisis para el cálculo del WACC:

**Tabla 1.** Datos considerados para estimación del WACC  
 Valores en moneda en miles de millones COP

Año	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Estimación Ke</b>										
Prima de riesgo de mercado	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
Beta desapalancada	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Riesgo País - EMBI	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Beta apalancada	0,94	1,02	1,10	1,18	1,24	1,25	1,21	1,02	0,91	0,84
Rf	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
<b>Ke (USD)</b>	<b>7,37%</b>	<b>7,86%</b>	<b>8,35%</b>	<b>8,84%</b>	<b>9,17%</b>	<b>9,27%</b>	<b>9,04%</b>	<b>7,86%</b>	<b>7,20%</b>	<b>6,75%</b>
Inflación US*	0,8%	1,5%	2,4%	2,5%	2,3%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Inflación COL	6,5%	3,7%	3,1%	3,0%	3,0%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%
<b>Ke (COL)</b>	<b>13,4%</b>	<b>10,2%</b>	<b>9,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,2%</b>
<b>Estimación Kd</b>										
Tasa de Impuesto	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Kd*	10,3%	10,1%	9,9%	9,4%	9,2%	9,3%	9,4%	5,9%	5,9%	5,9%
<b>Kd después de Impuestos</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>	<b>3,9%</b>
Deuda	\$880	\$988	\$1.066	\$1.129	\$1.157	\$1.149	\$1.092	\$730	\$545	\$394
Patrimonio	\$1.581	\$1.350	\$1.175	\$1.047	\$966	\$932	\$950	\$998	\$1.103	\$1.173
<b>D+E</b>	<b>\$2.461</b>	<b>\$2.339</b>	<b>\$2.241</b>	<b>\$2.176</b>	<b>\$2.123</b>	<b>\$2.082</b>	<b>\$2.041</b>	<b>\$1.728</b>	<b>\$1.648</b>	<b>\$1.567</b>
D/D+E	35,8%	42,3%	47,6%	51,9%	54,5%	55,2%	53,5%	42,3%	33,1%	25,1%
E/D+E	64,2%	57,7%	52,4%	48,1%	45,5%	44,8%	46,5%	57,7%	66,9%	74,9%
<b>WACC</b>	<b>11,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,1%</b>

Fuente: equipo de valoración, Damodaran (s. f.), World Economic Outlook Database (s. f.), Bloomberg (2016), "Investigaciones económicas" (2016) y Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2016).

De acuerdo a lo referenciado anteriormente, y después de calcular el WACC para cada año proyectado, se procede al desarrollo de la valoración partiendo de un g del 1% para la perpetuidad. Esta tasa de crecimiento de perpetuidad se encuentra alineada con lo esperado en el sector en el largo plazo. La continua presión en el ARPU, dada la naturaleza competitiva del sector y el crecimiento y desarrollo que posiblemente puede enfrentar la empresa en años futuros, hace que se considere objetivo tomar esta tasa como referencia.

Adicional a esto, se define la tasa de descuento para cada año, que, en conjunto con los valores obtenidos en el flujo de caja libre operativo, permiten encontrar el valor presente de los flujos operativos para determinar el valor presente del valor residual del FCLO. De igual forma, se encuentra el valor presente del valor residual del flujo de caja libre no operativo con la misma tasa de descuento.

Con estos datos se cuenta con la información para determinar el valor patrimonial de la compañía y así encontrar el precio objetivo de la acción para el 31 de diciembre de 2016.

A continuación, se presenta el resumen de la valoración.

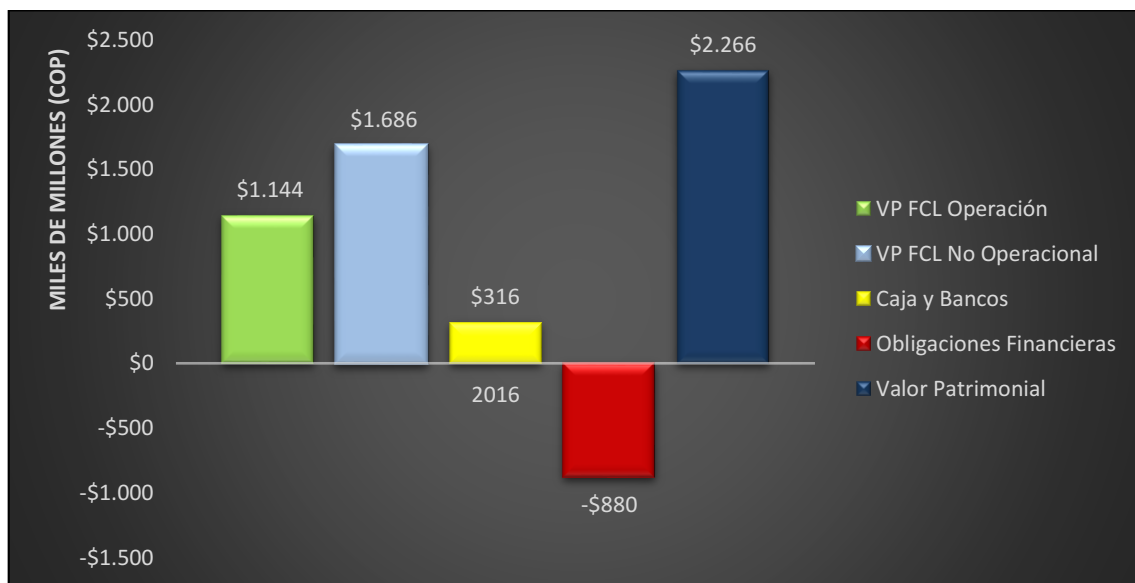
**Tabla 2.** Datos obtenidos valoración  
Valores en moneda en millones de COP a excepción del número de acciones en  
circulaciones y el precio objetivo de la acción

Año	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>g</b>	<b>1,0%</b>									
<b>Factor de Descuento</b>	<b>0,90</b>	<b>0,85</b>	<b>0,79</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>	<b>0,58</b>	<b>0,54</b>	<b>0,50</b>
Flujo de Caja Libre Operativo	-\$200.168	-\$123.436	-\$88.344	-\$75.769	-\$39.856	-\$6.007	\$80.098	\$99.533	\$121.938	\$147.153
VP de los FCLO	-\$180.165	-\$104.363	-\$70.219	-\$56.095	-\$27.292	-\$3.752	\$45.971	\$57.812	\$65.960	\$74.114
<b>VP del FCLO</b>	<b>-\$198.028</b>									
<i>Valor de continuidad</i>										
g (crecimiento a perpetuidad)	1,0%									
FCLO 2025	\$147.153									
Valor Residual	\$2.436.750									
<b>VP Valor Residual FCLO</b>	<b>\$1.227.285</b>									
Flujo de Caja Libre no Operativo (FCL-NO)	\$17.317	\$65.948	\$69.430	\$64.238	\$66.258	\$66.938	\$54.475	\$71.699	\$105.813	\$127.368
VP de los FCL-NO	\$15.587	\$55.758	\$55.186	\$47.558	\$45.372	\$41.816	\$31.265	\$41.645	\$57.238	\$64.150
<b>VP del FCL-NO</b>	<b>\$455.574</b>									
<i>Valor de continuidad</i>										
g (crecimiento a perpetuidad)	1,0%									
FCLO 2025	\$127.368									
Valor Residual	\$2.109.133									
<b>VP Valor Residual FCL-NO</b>	<b>\$1.062.278</b>									
<i>Valor Patrimonial (31 Dic 2016)</i>										
VP del FCLO	-\$220.015									
VP Valor Residual (FCLO)	\$1.363.547									
Caja y Bancos	\$316.150									
Obligaciones Financieras	-\$880.218									
VP del FCL-NO	\$506.156									
VP Valor Residual (FCL-NO)	\$1.180.221									
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>\$2.265.842</b>									
# Acciones	\$3.550.553.412									
Precio Objetivo de la Acción 31-Dic-16	\$638									

Fuente: equipo de valoración.

Como se observa en la tabla anterior, se concluye que con un WACC del 11,1% para el año 2016 se obtendrá un valor presente del flujo de la operación por \$1.143.532.738 miles COP, y un valor presente del flujo no operativo por \$1.686.376.273 miles COP. Igualmente, la compañía presenta obligaciones financieras de \$880.217.773 miles COP y en Caja y Bancos un saldo por \$316.150.274 miles COP. Finalmente, el valor patrimonial de la empresa al 31 de diciembre de 2016 es de \$2.265.841.511 miles COP.

**Gráfico 2.** Resumen de la valoración



Fuente: equipo de valoración.

De acuerdo con la información anterior, y con 3.550.553.412 acciones en circulación, se define que el precio objetivo de la acción para el 31 de diciembre de 2016 se ubicaría en \$638 COP.

## ANÁLISIS COMPARATIVO

La comparación de múltiplos frente al sector de las telecomunicaciones muestra que la acción se encuentra subvalorada de acuerdo al promedio presentado por los principales pares de ETB en Latinoamérica y el Caribe. Este factor está relacionado con la prudencia por parte de los inversionistas que están a la espera del proceso de venta de la compañía, y a las expectativas respecto a la estabilización del EBITDA y los resultados del nuevo enfoque estratégico.

Tabla 3. Múltiplos comparativos del sector

Múltiplos*				
Empresa	Market Cap (COP)	EV/EBITDA	P/BV	EV/Rev
<b>ETB</b>	<b>2,08T</b>	<b>4,8x</b>	<b>1,0x</b>	<b>1,4x</b>
<b>Promedio Incluido ETB</b>	<b>25,36T</b>	<b>5,2x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,6x</b>
Mediana	8,30T	5,4x	1,2x	1,6x
Min	1,81T	3,8x	0,7x	1,0x
Max	108,79T	6,5x	4,4x	2,2x
<b>CA NACL TELEF D SHS</b>	<b>36,14T</b>			
<b>OI SA-PREFERENCE</b>	<b>2,60T</b>	<b>6,5x</b>	<b>0,2x</b>	<b>1,7x</b>
<b>AXTEL</b>	<b>1,81T</b>	<b>5,4x</b>	<b>2,2x</b>	<b>2,2x</b>
<b>Telefonica Chile SA</b>	<b>2,16T</b>		<b>0,7x</b>	
<b>Telecom Argentina S</b>	<b>10,26T</b>	<b>3,8x</b>	<b>3,1x</b>	<b>1,0x</b>
<b>Telefonica Brasil S</b>	<b>66,41T</b>	<b>5,3x</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,8x</b>
<b>Telefonica del Peru</b>	<b>6,35T</b>		<b>1,2x</b>	
<b>America Movil SAB</b>	<b>108,79T</b>	<b>5,7x</b>	<b>4,4x</b>	<b>1,5x</b>
<b>TIM Participacoes</b>	<b>17,00T</b>	<b>4,1x</b>	<b>1,1x</b>	<b>1,4x</b>
<i>*Fuente: Equity Realitive Valuation, Bloomberg ( Septiembre 2016)</i>				
<b>Precio Objetivo</b>		<b>\$669</b>	<b>\$857</b>	<b>\$683</b>
<b>Potencial de Valorización</b>		<b>14%</b>	<b>46%</b>	<b>17%</b>

Fuente: equipo de valoración y Bloomberg (2016).

Al comparar los múltiplos presentados por ETB con el promedio del sector al 30 de septiembre de 2016, se observa un potencial de valorización de la acción. Si se analiza la relación EV/EBITDA y EV/Ingresos se observa un potencial de valorización de 14% y 17% respectivamente, frente al precio de cierre del 30 de septiembre de 2016 (\$586 COP). Con respecto a la relación precio de cierre contra el valor de libros, el sector presenta en promedio una relación de dos veces el valor en libros, obteniendo un potencial de valorización del 46% para la acción de ETB frente al sector. De esta forma, se puede inferir que el precio de la acción por medio de la valoración por múltiplos puede encontrarse dentro de un rango entre \$669 y \$857 COP.

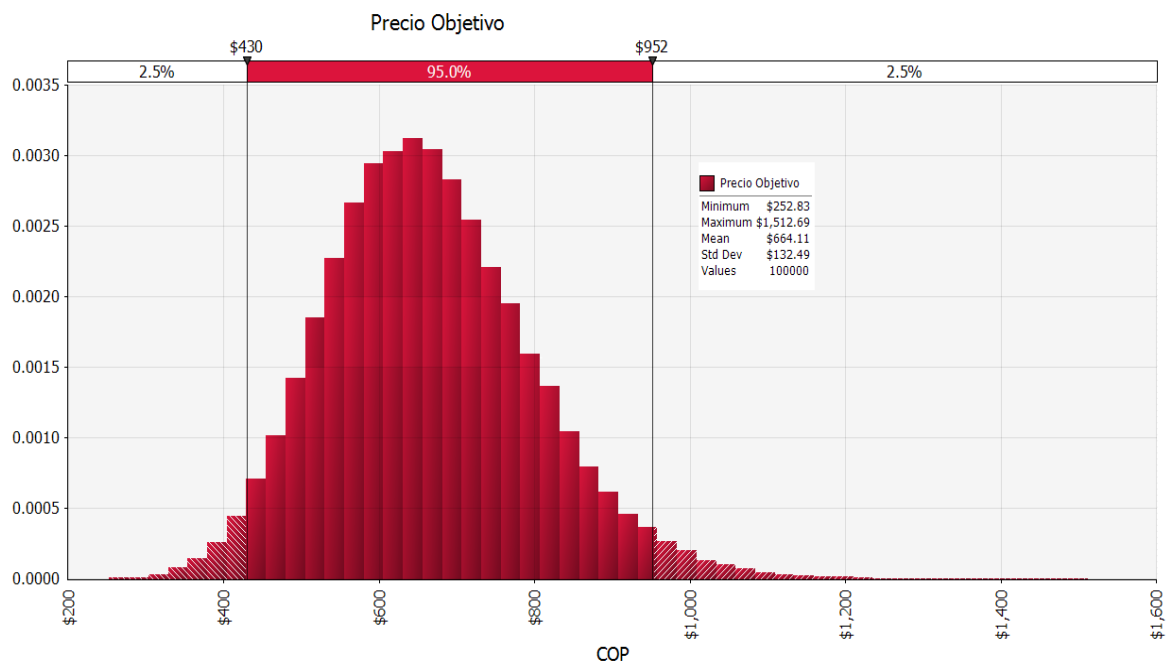
## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Se realizó un análisis de sensibilidad de las variables claves que determinan el valor patrimonial de la compañía a la fecha de la valoración. Las variables claves a criterio del equipo de valoración fueron: la relación CAPEX/Ingresos recurrentes, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g), la inflación a final de año en Colombia y Estados Unidos, los ingresos y su penetración en el mercado para las líneas nuevas de negocios de móvil y televisión, el costo promedio ponderado de capital (WACC), el criterio de repartición de dividendos respecto a la utilidad neta, la utilidad operativa después de impuestos

(UODI) y el Capital de Trabajo Neto Operativo(KTNO).

Por medio del análisis de sensibilidad de las variables mencionadas anteriormente, se estima con un 95% de confianza que el precio de la acción estará en un rango entre \$430 COP y \$952 COP para diciembre de 2016.

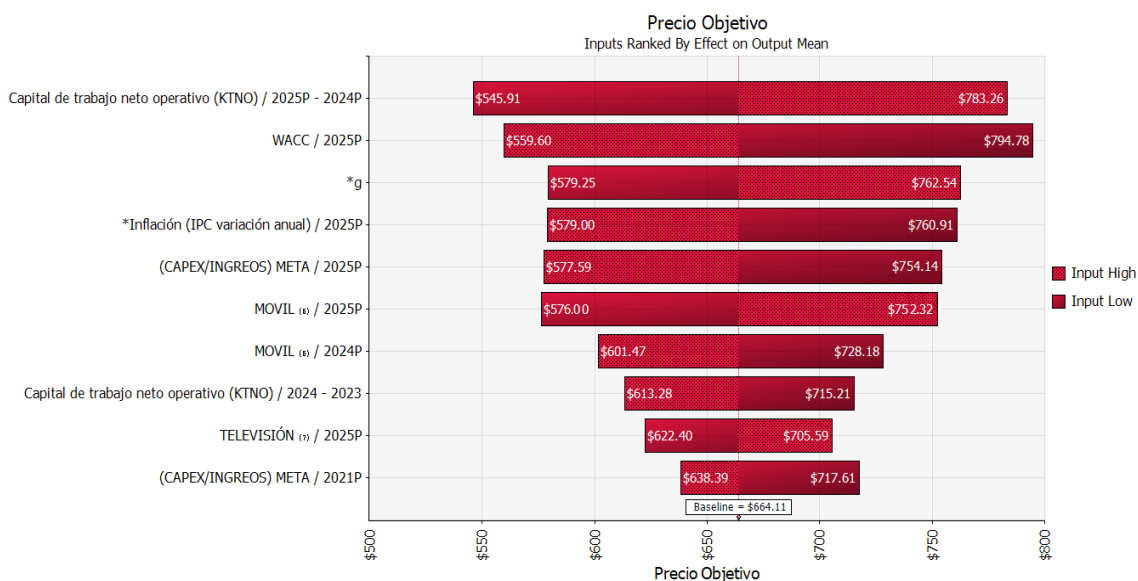
**Gráfico 3. Análisis de sensibilidad**



*Fuente:* equipo de valoración.

El análisis de sensibilidad fue realizado con cada variable durante los diferentes años de proyección. En total se seleccionaron 82 variables de entrada con un número de 100.000 iteraciones. En el siguiente gráfico de tornado se aprecia que las variables en orden de mayor impacto respecto a la sensibilidad del precio medio a diciembre de 2016 fueron: el Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO), el promedio ponderado del costo de capital (WACC) y la tasa de crecimiento de perpetuidad.

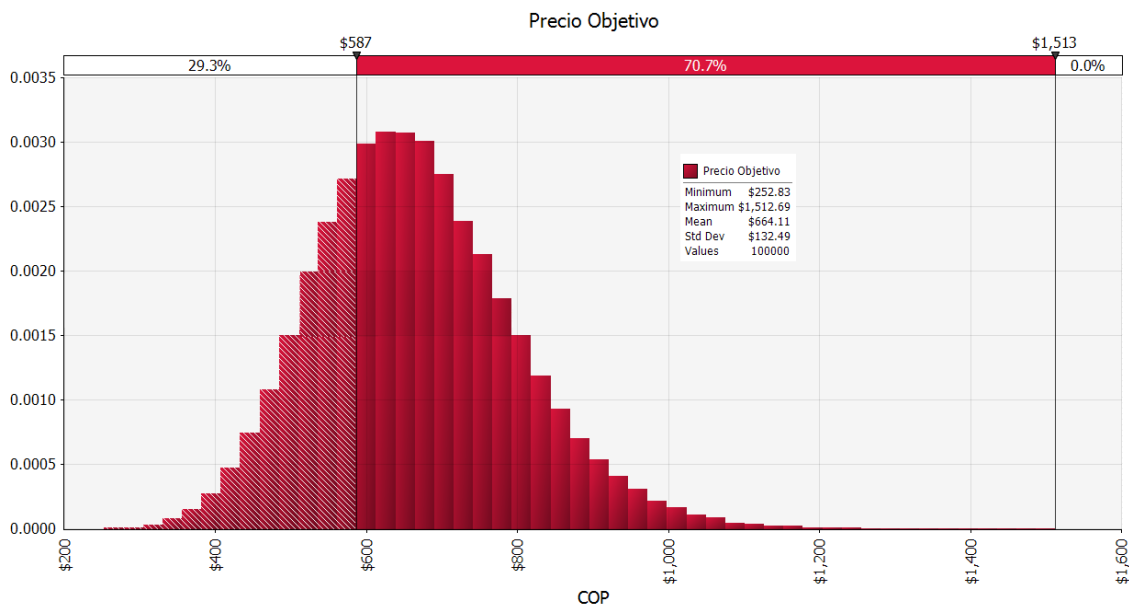
**Gráfico 4. Impacto variables sensibilizadas**



Fuente: equipo de valoración.

Por otro lado, se estima con una probabilidad asociada del 70,7% que el precio de la acción el 31 de diciembre de 2016 será mayor que el precio de mercado registrado el día de la valoración, es decir, \$586 COP. Este resultado confirma la recomendación dada anteriormente sobre la compra de este activo.

**Gráfico 5. Probabilidad asociada recomendación de compra**



Fuente: equipo de valoración.

Finalmente, se obtuvo un precio medio esperado de \$664 COP y una moda de un precio de \$634 COP para diciembre de 2016.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El ecosistema digital es definido por Raúl Katz (2015) como “el conjunto de infraestructuras y prestaciones (plataformas, dispositivos de acceso) asociadas a la provisión de contenidos y servicios a través de Internet”, definiendo un nuevo contexto industrial y de impacto socioeconómico donde se enfatiza en la “adopción masiva de tecnologías digitales de información y comunicación”. Con esta definición presente, se observa una convergencia del uso de los diferentes tipos de tecnología de la información y de las telecomunicaciones tanto a nivel global como en América Latina, enfatizándose en el estudio de tres dimensiones que comprende el ecosistema digital: “nuevos modos de producción de información y contenidos, diferentes comportamientos sociales relativos al uso y consumo de bienes y un impacto económico y social” (Katz, 2015). Esto lleva al surgimiento de nuevos mercados de servicios y contenidos digitales y, por ende, a un proceso de interacción entre “los usuarios, las empresas del sector y los proveedores de dicho servicios” (Katz, 2015, p. 5).

Se considera la infraestructura como el componente vital para la prestación de servicios de telecomunicaciones, ya que por medio del espectro electromagnético, siendo “el medio por el cual se transmiten las frecuencias de ondas de radio electromagnéticas que permiten las telecomunicaciones de radio, televisión, Internet, telefonía móvil, televisión digital terrestre, etc.”(Ministerio de las TIC); y la fibra óptica, medio más utilizado en telecomunicaciones para enviar gran cantidad de información con gran velocidad y calidad, se logra proveer al mercado colombiano con diferentes servicios de telecomunicaciones. De este modo, se establece que:

la conectividad, sustentada en redes de telecomunicaciones fijas e inalámbricas, constituye la infraestructura esencial del ecosistema digital. Los contenidos, servicios y aplicaciones son lo que le proveen al usuario final la oferta de valor que motiva la demanda. En otras palabras, la demanda de conectividad deriva de la percepción de valor de los contenidos, servicios y aplicaciones en la red. Esta percepción de valor crea una relación indisoluble entre proveedores de contenido y aplicaciones y los operadores de telecomunicaciones (Katz, 2015).

Convergiendo a las ideas de Katz, se entiende que el desarrollo económico para las diferentes empresas en el sector de las telecomunicaciones se basa en la capacidad de generar valor en un marco de conectividad creciente con nuevos productos y servicios ofertados en el mercado colombiano, donde existe una constante competitividad basada en la innovación, precio y calidad en el contenido y los servicios y productos ofertados.

### **Análisis de las cinco fuerzas de Porter**

Al analizar las cinco fuerzas de Porter dentro del sector de las telecomunicaciones se establecieron las siguientes fuerzas presentes:

#### ***Amenaza de nuevos competidores entrantes***

En el sector de las telecomunicaciones la mayor barrera de entrada es sin duda alguna el acceso a la financiación, pues este sector requiere de un capital fuerte e intensivo dada

la infraestructura requerida para operar. Para cubrir los altos costos fijos, los competidores o participantes en el mercado requieren de una gran cantidad de efectivo. Las oportunidades de financiamiento no están fácilmente disponibles, desacelerando así el ritmo de entrada de competidores pues es una industria donde la estructura de capital es altamente apalancada. De igual forma, las licencias de telecomunicaciones representan una de las barreras más significativas de entrada en el mercado. Compañías que deseen entrar deben participar en pujas por licencias de IPT (Televisión por internet), fibra óptica, 4G, entre otras. En lo que respecta a Colombia, los operadores de telecomunicaciones deben entrar a participar por licencias de espectros ante el gobierno nacional de Colombia, el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (MinTIC), para recibir aprobación regulatoria y la concesión de licencias para operar en una cantidad finita de buen espectro de radio que se presta para aplicaciones de voz y datos móviles.

### ***Poder de negociación de los proveedores***

Se podría inferir que los proveedores de equipos de telecomunicaciones podrían tener un considerable poder de negociación sobre las empresas del sector, dada la alta tecnología requerida para la infraestructura de banda ancha, cables de fibra óptica, teléfonos móviles, plataformas de software, entre otros, los cuales son fundamentales para que los operadores de telecomunicaciones logren proveer sus servicios de transmisión de voz y datos de un lugar a otro. Sin embargo, en el sector existe un gran número de fabricantes de equipos y materiales requeridos para la operación; y suficientes proveedores, lo que hace que se diluya el poder de negociación de los mismos.

### ***Poder de negociación de los compradores***

Con la mayor oferta de productos y servicios en el sector de las telecomunicaciones, gracias al constante cambio que se da en el sector de la tecnología, el poder de negociación de los compradores ha ido aumentando. Particularmente, se observa que en los servicios de voz y datos los productos ofertados no varían significativamente entre una compañía y otra. Los clientes suelen buscar y optar por la compañía que oferte los precios más bajos con un servicio confiable. Los costos de cambios de proveedor de servicio para los clientes son relativamente bajos, inclusive se podría establecer que para los clientes residenciales es prácticamente nulo y para las empresas grandes pueden ser un poco más significativo dado que algunas pueden presentar personalización en los productos y servicios ofertados. Sin embargo, dado que la concentración de los ingresos de los proveedores de telecomunicaciones en el país se da principalmente en los hogares colombianos, se establece que el comprador sí logra ejercer una presión significativa sobre las empresas del sector.

### ***Amenaza de productos sustitutos***

Los productos sustitutos más significativos son los ofertados por las industrias no tradicionales de telecomunicaciones. La televisión por cable y satélite compiten constantemente, y estas últimas han ido aumentando su participación en el mercado.

Igualmente, el internet y los operadores que basan sus servicios a precios bajos por este medio son la amenaza más significativa para el sector tradicional de las telecomunicaciones. El internet se ha convertido en una forma viable de ofrecer llamadas de voz a un costo bajo, la telefonía por internet (ISP) puede opacar los ingresos de voz básicos de las compañías de telecomunicaciones, al igual que lo podría hacer el contenido de multimedia y televisión por internet.

### ***Rivalidad entre los competidores***

La rivalidad del sector se da como resultado de las cuatro fuerzas anteriormente mencionadas. Durante los últimos años la ola de desregulaciones de la industria y la apertura de mercado de capitales en el país ha abierto el camino a inversiones significativas provenientes del exterior. La tecnología de vanguardia y el internet han impulsado una serie de servicios sustitutos. Se ha dinamizado un sector donde la penetración de los servicios ha ido aumentando y la población en si ya opta por un servicio de celular o teléfono. De igual forma, los competidores tienden a competir entre ellos por medio del precio y servicios diferenciados, lo que hace que los márgenes de rentabilidad del sector disminuyan. Adicionalmente, las barreras de salida son altas pues la industria de telecomunicaciones requiere de equipo especializado, redes y sistemas de facturación que son propias del sector, que, junto a la rápida obsolescencia de la tecnología utilizada, hace que su liquidez sea sumamente difícil en un mercado donde las líneas de negocios que ostentaban la imagen de ser de gran rentabilidad ya no lo son.

### **Contexto actual**

Los tres pilares fundamentales del sector de las telecomunicaciones son la interacción entre la oferta y la demanda de los servicios de internet, televisión por suscripción y telefonía.

### ***Internet***

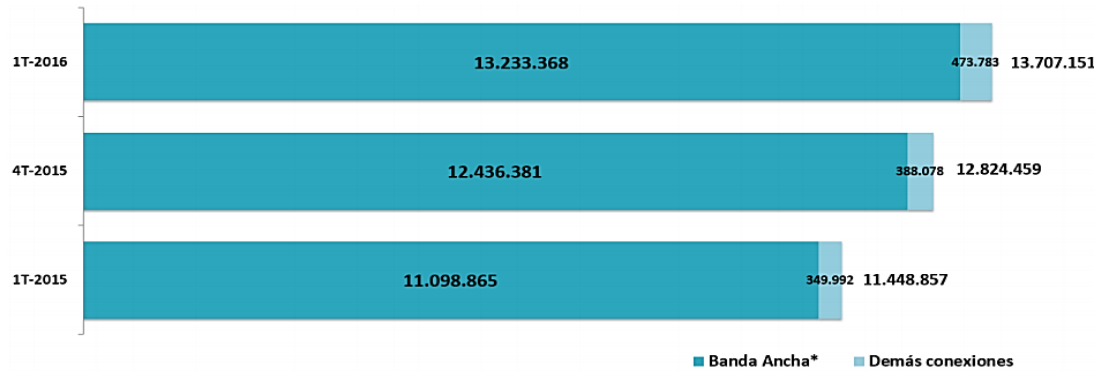
Con base en los indicadores básicos de tenencia y uso de las TIC en hogares (DANE, 2016) se estima que en el año 2015 la proporción de hogares que tenían un computador de escritorio, portátil o tableta fue del 45,5% frente a un 44,5% en el año 2014.

En el año 2015 (DANE, 2016) el 41,8% de los hogares en Colombia presentaba una conexión a internet. Este dato se contrasta frente al 38% presentado en el 2014 y a tan solo el 19,3% en el 2010. El 55,9% de las personas con edades de cinco años y más usaba internet en el 2015 frente a un 52,6% en el 2014. En el año 2015 el 67,7% reportó hacer uso de internet para acceder a redes sociales, el 63% para obtener información y el 55,1% para correo y mensajería. Esto ratifica la importancia del sector para enfocarse en el suministro de contenidos y servicios de calidad por medio de internet, siendo este medio el eje clave para las diferentes estrategias de diferenciación de las compañías.

Con base en el boletín del primer trimestre de 2016 de las TIC, elaborado por el MinTIC, se observa que el número total de conexiones a internet de banda ancha (conexiones a internet fijo con velocidad efectiva de bajada mayores o iguales a 1.024

kbps e internet móvil por suscripción 3G y 4G), al término del primer trimestre del presente año, alcanzó los 13.233.368 accesos, lo que representó un aumento del 6,4% y un 19,2% frente al cuarto trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2015, respectivamente.

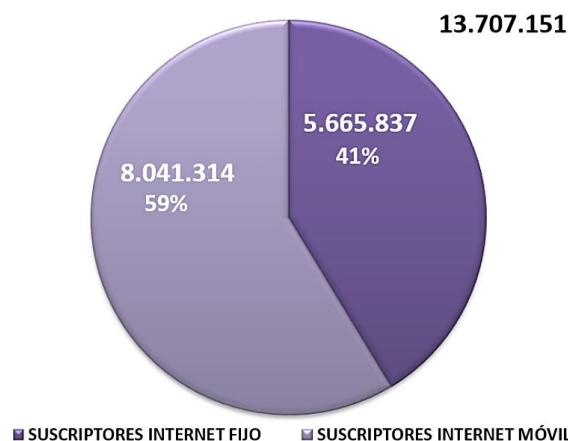
**Gráfico 6.** Conexiones a banda ancha y demás conexiones 1T 2016



Fuente: MinTIC tomado del SIUST (2016, p. 7).

Otros tipos de conexiones hacen referencia al uso de tecnología 2G (431.434 conexiones) y a internet fijo dedicado (42.349 conexiones) de baja velocidad, lo que significa que el total de conexiones al término del primer trimestre para el año 2016 fue de 13.707.151, de las cuales el 59% hacen referencia a suscriptores de internet móvil y el 41% restante a los suscriptores de internet fijo.

**Gráfico 7.** Suscriptores a internet fijo dedicado y móvil, participación 1T 2016



Fuente: "Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016" (2016, p. 14).

Se resalta el enfoque de las compañías de telecomunicaciones para ofertar el internet catalogado como banda ancha y recientemente la tecnología 4G, que van en crecimiento a medida que van penetrando en la población colombiana. La tecnología 2G es útil para los usuarios que no han optado por un *Smartphone*, presentando igualmente un dinamismo creciente en el país pasando de 296.966 conexiones en el primer trimestre de

2015 a 431.434 conexiones a término del primer trimestre de 2016; es decir, un aumento del 45%.

Con base en el estrato socioeconómico se aprecia que la mayor variación porcentual se da en los estratos bajos del país. Los estratos 1, 2 y 3 presentan variaciones porcentuales incrementales del 15,8%, 8,7% y 9,3%, respectivamente, en referencia a suscriptores de internet fijo dedicado de banda ancha en el 1T de 2016 frente al 1T del 2015. El Gobierno colombiano ha promovido el uso de las TIC en los estratos más bajos de la población, razón por la cual se observa en parte dicha variación. De igual forma, frente al primer trimestre del 2015 la variación para el estrato 4 fue del 3,4%; y para los estratos 5 y 6 del 8%.

**Gráfico 8.** Suscriptores a internet fijo dedicado de banda ancha por estrato socioeconómico

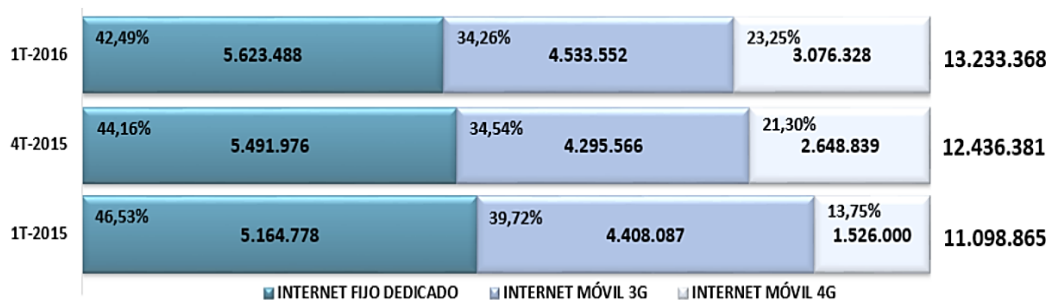


Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016, p. 8).

### Internet móvil

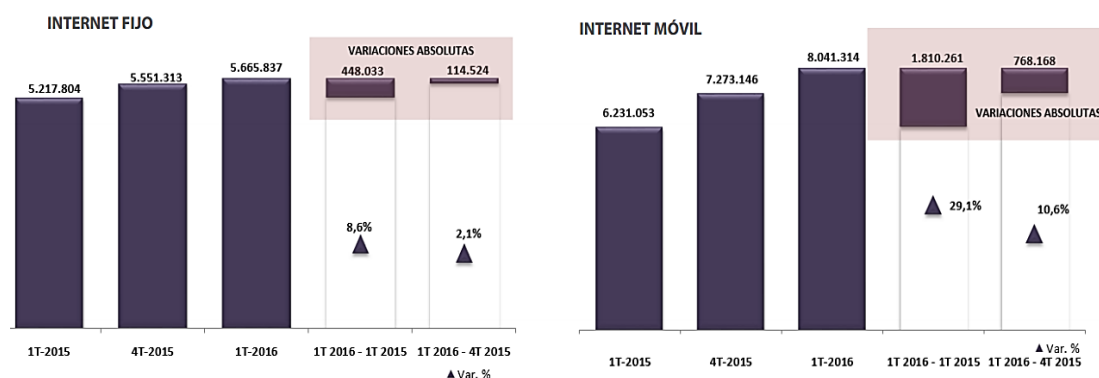
Al finalizar el primer trimestre de 2016 los accesos móviles a internet contaban con un total de 8.041.314, de los cuales 7.609.880 fueron por medio de tecnología 3G (4.533.552 conexiones) y 4G (3.076.328 conexiones). Si comparamos el primer trimestre de 2015 frente al primer trimestre del 2016 se observa que las conexiones móviles han aumentado su participación pasando de un 53,47% de participación del total de conexiones a internet por banda ancha a un 57,51% en el 2016. Esto se debe principalmente a la penetración de la tecnología 4G en el mercado y al hecho de que ha ido reemplazando a la tecnología 3G aumentando el número de suscriptores.

**Gráfico 9.** Conexiones de internet banda ancha por tipo de acceso



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016, p. 9).

**Gráfico 10.** Variación porcentual suscriptores a internet fijo dedicado y móvil

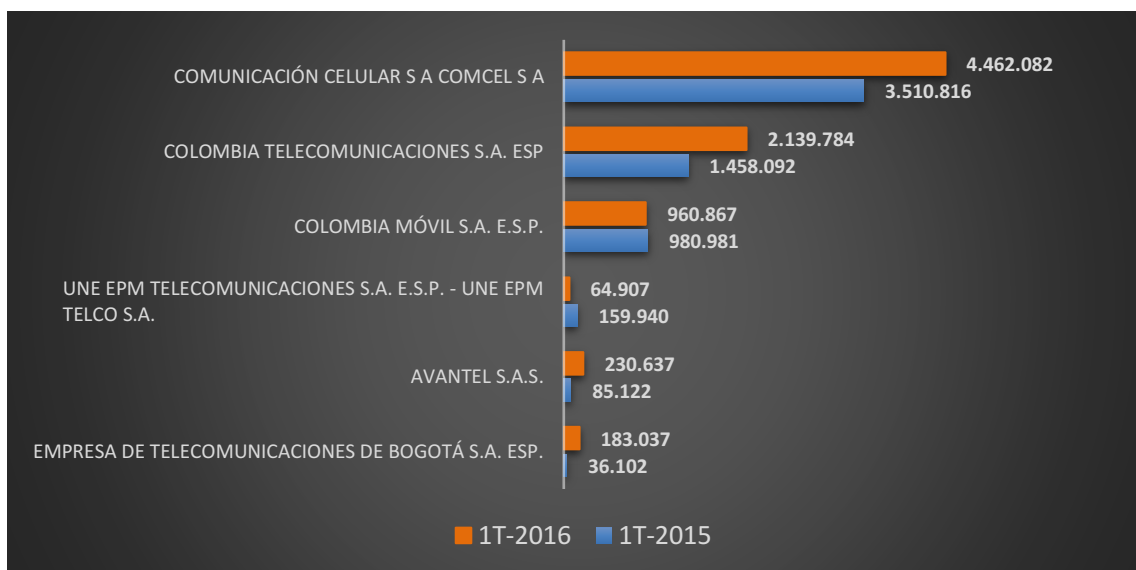


Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016, p. 15).

Lo anterior ratifica la gran apuesta del sector de las telecomunicaciones por la oferta de servicios móviles, donde los suscriptores a internet móvil han presentado una variación incremental del 29,1% en el 1T del 2016 frente al 1T del 2015. El internet fijo presentó en contraste una variación incremental del 8,6%.

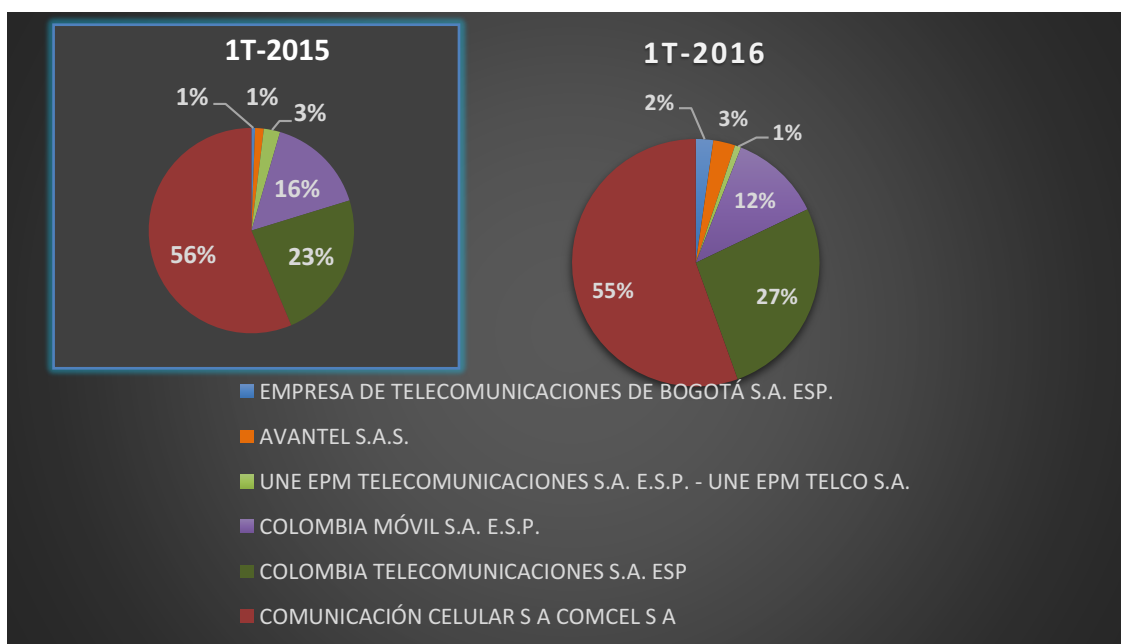
Al analizar la participación de los principales proveedores de internet móvil en el país, al término del primer trimestre de 2016, se observó que a pesar de que ETB sigue siendo el proveedor más bajo en número de suscriptores fue el que en términos porcentuales aumentó más su número de suscriptores en un 407% frente al año anterior. Por número de suscriptores tanto Comcel S. A. y Colombia Telecomunicaciones (Movistar) siguen siendo los líderes en el mercado con un 55% y 27% de participación respectivamente. Dicha información se puede constatar en los gráficos 11 y 12 presentados a continuación.

**Gráfico 11.** Número de suscriptores a internet móvil por proveedor



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

**Gráfico 12.** Participación de mercado según número de suscriptores a internet móvil



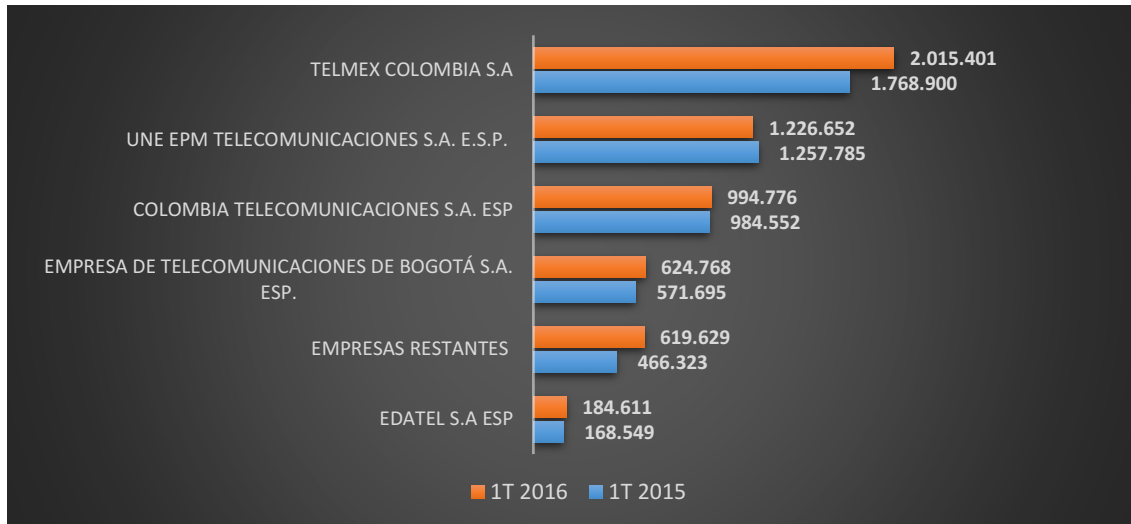
Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

### Internet fijo dedicado

Al analizar la participación de los principales proveedores de internet fijo dedicado en el país, al término del primer trimestre de 2016, se observa que TELMEX Colombia sigue siendo el líder del mercado, donde en términos de un año aumentó en un 14% el número de abonados teniendo 2.015.401 suscriptores; es decir, una participación del 35,57%.

ETB, con el 11% de participación, aumentó el número de suscriptores en un año en un 9% siendo la cuarta empresa con mayor número de suscriptores (624.768).

**Gráfico 13.** Número de suscriptores internet fijo dedicado según proveedor



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

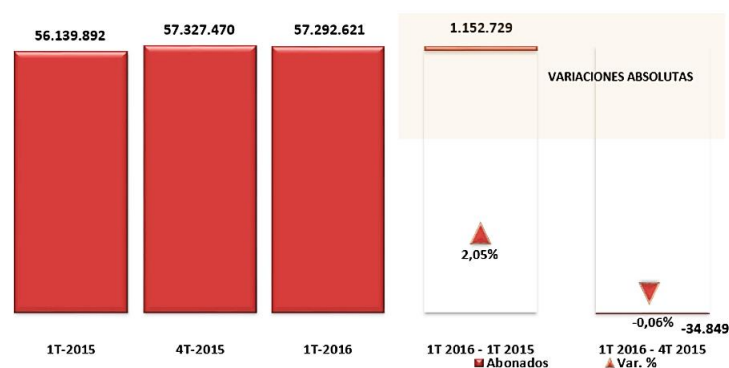
## Telefonía

Según cifras del DANE del año 2015, en el 95,6% de los hogares al menos una persona tenía teléfono celular, mientras que en 2014 la proporción fue de 95,3%. De igual manera, el 86% de las personas manifestaron haber utilizado este dispositivo.

### Telefonía móvil

El servicio de telefonía móvil al término del 1T del 2016 no presentó variación significativa frente al 1T del 2015. Se dio una variación del 2,05%, lo que lleva a inferir la razón por la que los operadores de telefonía móvil comenzaron a ofertar a precios asequibles con minutos ilimitados diferenciando el precio por el internet móvil ofertado.

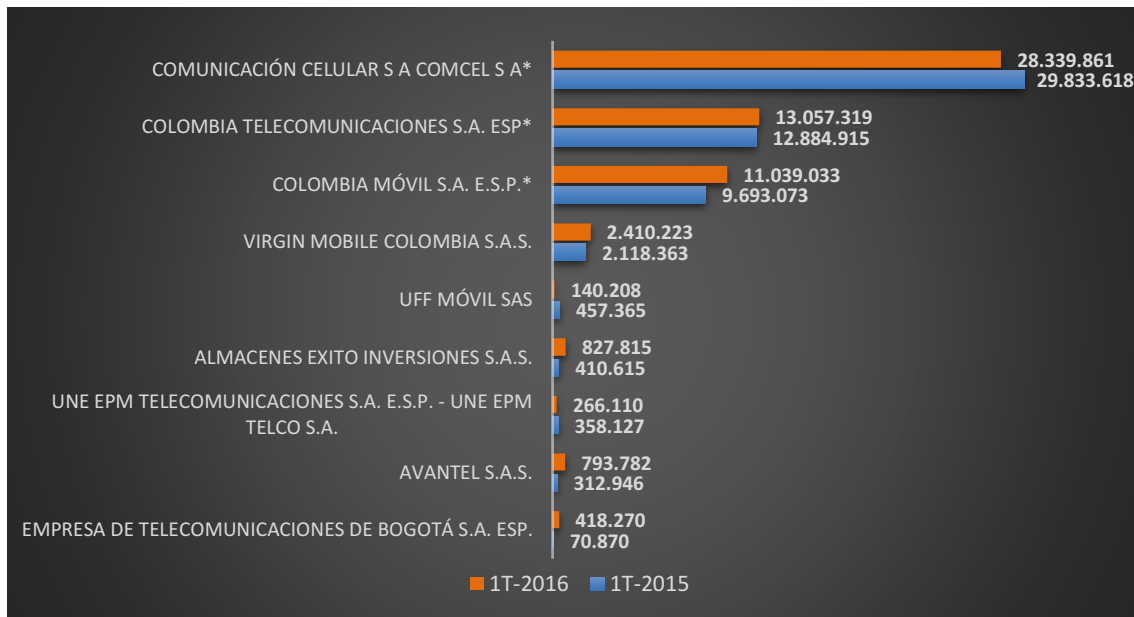
**Gráfico 14.** Variación porcentual y absoluta de abonados en servicio de telefonía móvil



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016, p. 31).

Del número de abonados en servicio de telefonía móvil se resalta la participación de COMCEL S. A. con un 49,5% de penetración en el mercado, disminuyendo del 53% que presentaba en el 1T del 2015. ETB presentó un aumento en el número de abonados con una variación porcentual incremental del 490%, pero con tan solo el 0,7% de participación a nivel nacional.

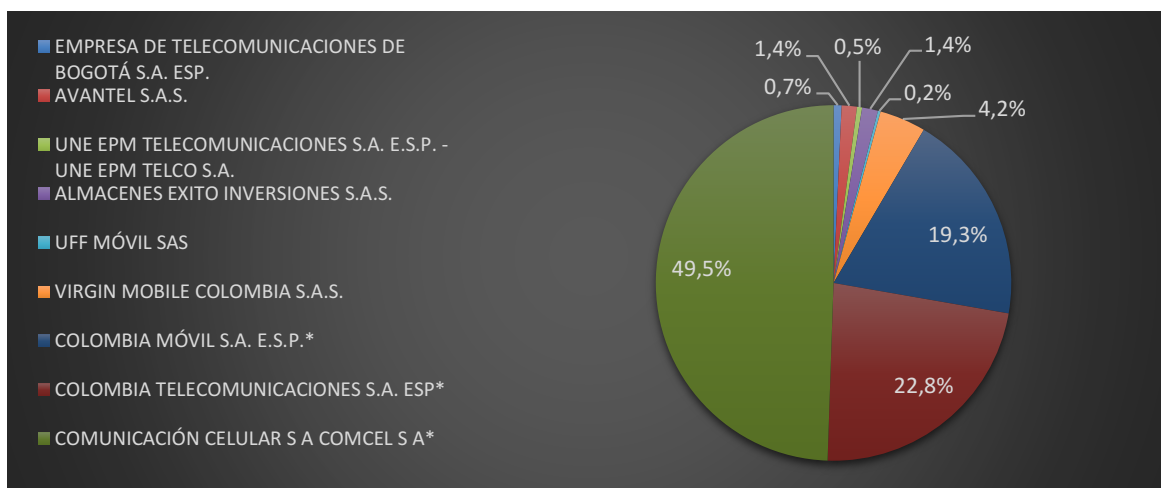
**Gráfico 15.** Participación absoluta de abonados en servicio de telefonía móvil



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

Al cierre del primer trimestre de 2016, la participación en el mercado de telefonía móvil en Colombia se compone principalmente de Claro, con un 49,47%, seguido de Movistar con una participación del 22,79%, Tigo con el 19,27%, Virgin Mobile con el 4,21% y los demás (5) proveedores de telefonía móvil con una participación del 4,27%.

**Gráfico 16.** Participación porcentual abonados en servicio de telefonía móvil



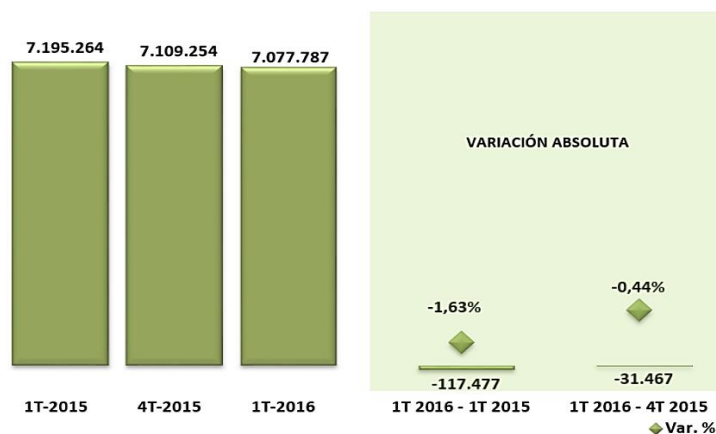
Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

Al 1T del 2016 el 79,96% de los abonados en servicio de telefonía móvil pertenecían a la categoría de modalidad pospago y el 20,04% restante a prepago.

**Telefonía Pública Básica Conmutada (TPBC)**

La Telefonía Pública Básica Conmutada (TPBC) se considera que está a capacidad; es decir, su incremento porcentual o penetración en el mercado es mínima dado que la población colombiana cuenta con este servicio que no ha presentado diferenciación significativa durante los últimos años. Por tal motivo, solo se da una variación porcentual negativa del 1,63% comparando el 1T del presente año frente al 1T del 2015.

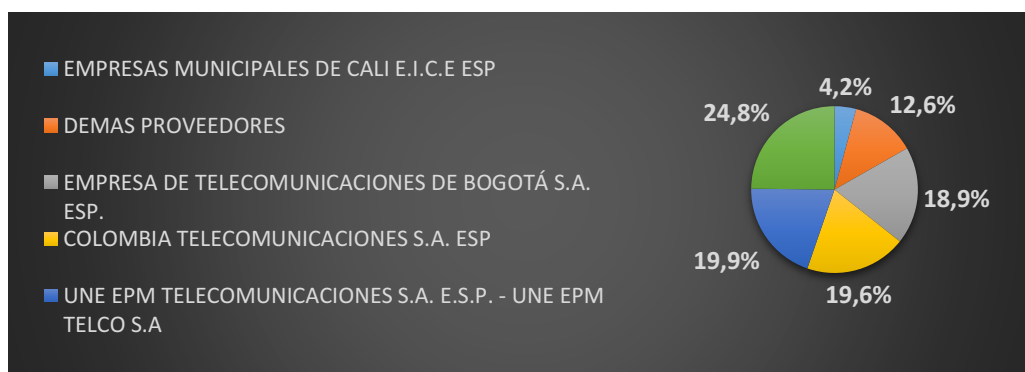
**Gráfico 17. Líneas en servicio de TPBC**



Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016, p. 35).

Al término del primer trimestre de 2016 los estratos 1, 2, 3, 4, 5 y 6 contaban con el 7,9%, 30,2%, 25,2%, 9,6%, 3,5% y el 2,5% de participación de demanda de líneas TPBC respectivamente. El sector comercial abarca el 19% y los demás segmentos el 2% restante. Al finalizar el primer trimestre de 2016 los cuatro proveedores con mayor participación en TPBC son: Telmex (1.757.385), UNE EPM (1.407.263), Movistar (1.387.638) y ETB (1.339.178).

**Gráfico 18. Telefonía pública básica conmutada por proveedor**



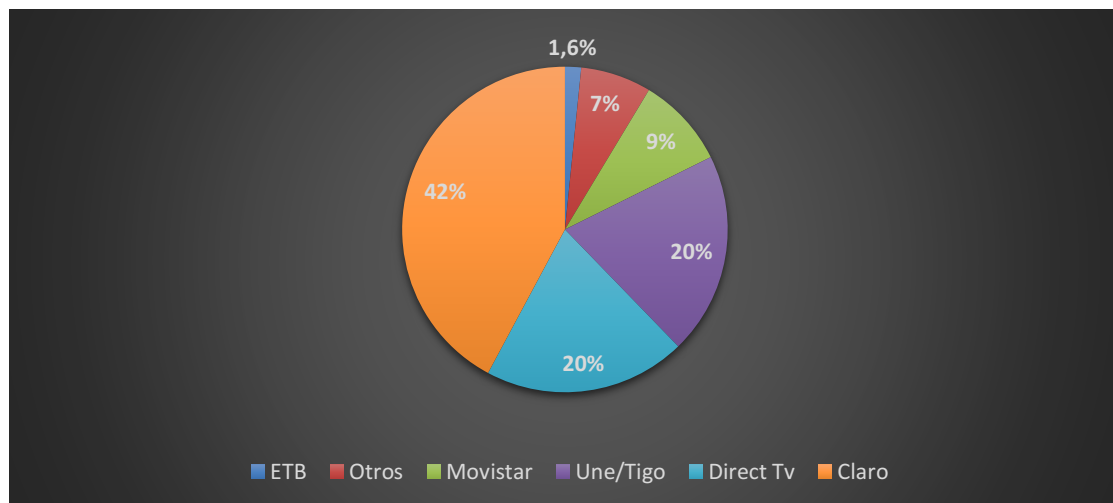
Fuente: “Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016).

De este modo, y con base en el informe de MinTIC, las ciudades, al término del primer trimestre de 2016, con mayor participación en líneas TPBC son: Bogotá D.C. (2.333.403), Medellín (786.687) y Cali (589.855).

### Televisión

Con base en los indicadores del DANE respecto al uso de las TIC en el 2015, el 92,4% del total nacional de hogares colombianos tenía un televisor convencional a color, LCD, plasma o LED frente al 92% durante el 2014. Los principales proveedores de televisión paga y sus cuotas de mercado se pueden apreciar en el siguiente gráfico.

**Gráfico 19.** Participación televisión paga 4T 2015



Fuente: Credicorp Capital Colombia holding financiero (2016).

## FACTORES MACROECONÓMICOS QUE INFLUYEN SOBRE LA INDUSTRIA

La industria de las telecomunicaciones es una de las industrias que mayor dinamismo ha presentado en el país. El gobierno colombiano, a través de su Plan Vive Digital durante los años 2010-2018, busca conectar al país por medio de una óptima infraestructura para facilitar el acceso a internet y banda ancha, especialmente en los estratos bajos de la población. Anteriormente, se observó cómo la penetración de estos servicios a dichos estratos ha sido mayor, transformando la incorporación de las TIC en el país.

Factores como la industrialización y la globalización han hecho que se presente un auge en el aumento de producción de servicios TIC en lo que respecta, principalmente, a los servicios y redes de telecomunicación. Según el boletín del panorama de las TIC 2015 presentado por el MinTIC, servicios como telefonía fija, móvil, transmisión de datos, internet, correos, radio, televisión, entre otros, son el resultado de las “soluciones a

necesidades que evidencia la economía para usos específicos de las redes de telecomunicaciones y bienes TIC” (“Panorama TIC año 2015”, 2015, p.7.)

De este modo, la evolución del sector se ve afectada principalmente por el panorama en que el país se encuentre. Durante el año 2010, Colombia estaba en un auge de las TIC y se presentaban diferentes coyunturas para afrontar los retos y expectativas en un mercado emergente con una economía atractiva y creciendo a buen ritmo, lo que se tradujo en un aumento en la penetración principalmente del internet de banda ancha y la telefonía móvil.

Para el primer trimestre del 2016 se observa como el sector había alcanzado grandes metas en lo que respecta a la penetración de banda ancha, impulsado en gran parte por el gobierno nacional con planes de digitalización para los estratos bajos. De igual manera, se observó durante el 1T del 2016 que el mercado de telefonía móvil presentaba un nivel de penetración del 117,5%, es decir, por cada 100 habitantes 117 están haciendo uso de este servicio.

A pesar de los esfuerzos del gobierno nacional y de las empresas, el sector no es inmune a la situación económica del país. Así como la economía colombiana se ha desacelerado notoriamente, las TIC también han presentado una leve disminución, principalmente relacionada con la inflación y el precio del petróleo. Si observamos bien la variación en el PIB trimestral del 1T de 2016 frente a 2015 fue del 2,5%, mientras hace un año la variación porcentual del PIB del 1T de 2015 frente a 2014 fue del 6,4% (Portafolio, 2016). Es así como se “evidencia la reducción de los ingresos de divisas por exportación de petróleo, la reducción del ingreso nacional y la desaceleración de consumo y la formación de capital fijo frente al año anterior. Esta situación también tiene efectos en el crecimiento del sector TIC debido a su carácter transversal en la economía” (“Panorama TIC año 2015”, 2015, p. 13.)

El panorama no es alentador para los próximos años, donde se presenta una inflación significativa por encima del rango meta (IPC año corrido 2016 del 5,31% y 12 meses del 8,1%) (Portafolio, 2016), y una tasa de cambio que se espera que siga alrededor de los \$2.900 COP/ US dólar. Estos factores hacen que la industria se vea afectada notoriamente dado que las empresas del sector tendrán que incurrir en gastos y deudas tanto en moneda local como extranjera.

Igualmente, la inflación ha hecho que el crédito se dirija a encarecerse, y dada la gran necesidad de capital y efectivo del sector para poder operar e invertir en infraestructura, las empresas deberán apalancarse por medio de deudas, lo que probablemente causaría una disminución en la calificación de riesgo de las empresas del sector.

De este modo, el sector se ve enormemente presionado por las variaciones en la inflación y en el crecimiento de la economía en general, pues esto se traduce en mayores costos para los hogares quienes tenderían, finalmente, a una disminución en la demanda de los servicios ofertados por las compañías de telecomunicaciones.

## EMPRESA REGULADA

La regulación está enfocada, actualmente en Colombia, en aumentar la competitividad, partiendo de la premisa de condiciones de igualdad, factor que favorece a las empresas más pequeñas ya que dicha igualdad en la prestación del servicio les permite rivalizar al nivel de las grandes multinacionales.

La Comisión de Regulación de Comunicaciones (CRC) ha buscado maximizar el bienestar de los usuarios de los servicios de comunicación de telefonía fija, telefonía móvil e internet. De este modo: “la Comisión de Regulación de Comunicaciones es el órgano encargado de promover la competencia, evitar el abuso de posición dominante y regular los mercados de las redes y los servicios de comunicaciones; con el fin de que la prestación de los servicios sea económicamente eficiente y refleje altos niveles de calidad” (Comisión de Regulación de Comunicaciones, 2016).

Las empresas del sector se ven afectadas, ya sea positiva o negativamente, por las regulaciones de esta entidad, y del gobierno nacional que busca una mayor competitividad entre las empresas del sector y el bienestar del cliente. Se han visto cambios importantes en materia de telefonía móvil, como la eliminación de cláusulas de permanencia en una compañía, portabilidad del número celular, el no bloqueo de bandas a otros operadores, nuevas tarifas de interconexión entre operadores, entre otras. Todas estas regulaciones deben ser adoptadas por las empresas que operen en el marco legal colombiano.

De igual manera, el MinTIC realiza procesos de selección objetiva para adjudicar licencias para el uso del espacio radioeléctrico y espectro electromagnético. Las empresas no dominantes han ido ganando participaciones y adjudicaciones que les han permitido mejorar la prestación del servicio y ampliar la capacidad de espectro posible para la atención de nuevos usuarios, dinamizando la competencia del sector el cual es claramente manejado por unos pocos.

A partir de la regulación propuesta para el año 2016, se espera una medida de mayor ajuste en lo referente a la competencia del sector, permitiendo que los precios y las ofertas de servicio de las diferentes compañías se vayan ajustando en su dispersión.

De acuerdo a lo anterior, se espera que ETB logre ser más competitiva frente a los líderes del mercado a nivel nacional. Las regulaciones actuales que buscan la dinamización de la competencia del sector permiten que ETB compita en mejores condiciones, logrando un enfoque estratégico, mejorando la calidad del servicio, la eficiencia en los costos y gastos, y la entrega de una propuesta de valor que permita mejorar su participación en el mercado. Las demás empresas del sector (Claro, Movistar y Tigo) cuentan con mayores ventajas estructurales para competir, por lo tanto, el factor precio juega un papel muy importante en este mercado, ya que para estos grandes una disminución de tarifas no impactaría tanto sus resultados económicos, por su economía de escala, a diferencia de ETB que participa solo en el mercado nacional y se vería fuertemente golpeada por unas supuestas disminuciones.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A. E.S.P. ETB es una empresa de servicios públicos (no domiciliarios) de economía de carácter mixto, que fue fundada en el año 1884 y tiene como objetivo entregar soluciones integrales de tecnologías de información y comunicaciones, especialmente en la operación de telefonía e internet de banda ancha en Colombia.

**Tabla 4. Historia**

<b>1884:</b> el 28 de agosto ETB nace como la Compañía Colombiana de Teléfonos, en Bogotá
<b>1920:</b> el funcionamiento se daba a través de operadoras, quienes eran las encargadas de conectar las llamadas
<b>1940:</b> la empresa pasa de ser privada a ser del municipio de Bogotá
<b>1948:</b> se da inicio al proceso de automatización, que consiste en el reemplazo de las operadoras, con el objetivo de extender la cobertura y mejorar el servicio
<b>1956:</b> en este año se da la instalación de teléfonos públicos en la ciudad de Bogotá
<b>1968:</b> se construyen cabinas telefónicas en la ciudad para dar mayor acceso a la comunicación y mayor calidad en la misma
<b>1978:</b> ETB cuenta con 26 centrales en toda la ciudad de Bogotá y atiende a 400.000 usuarios
<b>1985:</b> la empresa atiende a 710.000 usuarios
<b>1992:</b> la empresa cambia su nombre a Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá
<b>1997:</b> el Concejo de Bogotá autoriza la conversión de ETB a una sociedad por acciones
<b>1998:</b> ETB se convierte en una empresa nacional
<b>1998:</b> ETB se convierte en una sociedad por acciones de capital mixto
<b>2000:</b> se inicia la operación de red de datos
<b>2003:</b> se realiza la venta del 11,6% del paquete accionario de la empresa a inversionistas privados, por un valor de \$245.000.000.000
<b>2012:</b> inicia operación del servicio de voz móvil, adquiere la empresa Ingelcom y trabaja en la oferta propia de televisión por suscripción
<b>2013:</b> ETB hace una emisión de bonos por \$530.180.000.000, a diez años y con una tasa de interés nominal del 7% periodicidad anual
<b>2013:</b> ETB ingresa al mundo de la telefonía móvil
<b>2013:</b> inicia la inversión en la instalación de fibra óptica para mejorar su portafolio y fortalecer la cobertura
<b>2014:</b> lanza el servicio de televisión interactiva digital, inicia operación de la telefonía móvil de cuarta generación
<b>2015:</b> expansión comercial de servicios móviles a las principales ciudades del país
<b>2015:</b> inicio de la oferta móvil para empresas
<b>2015:</b> ampliación de la cobertura de fibra óptica

*Fuente:* equipo de valoración.

## Localización

ETB tiene su sede principal en Bogotá y cuenta con tres regionales para servicios corporativos. El segmento compuesto por personas y hogares concentra su operación en Cundinamarca y Villavicencio, y tiene, además, un segmento de ocupación definido como sector industrial.

**Tabla 5.** Localización regional

<b>Regional norte,</b> Medellín y Bucaramanga: atiende los departamentos de Antioquia, Córdoba, Santander, Chocó y Norte de Santander	<b>Regional Costa,</b> Barranquilla: atiende los departamentos de Atlántico, Bolívar, Magdalena, San Andrés y Valledupar
<b>Regional Sur,</b> Cali: atiende los departamentos de Valle del Cauca, Risaralda, Quindío, Caldas, Nariño y Cauca	<b>Sectores industriales,</b> Bogotá y Tunja: atiende los departamentos de Boyacá, Meta, Casanare, Amazonas, Guaviare, Vichada, Huila, Tolima, Cundinamarca, Arauca, Putumayo, Vaupés y Guainía

Fuente: equipo de valoración.

**Tabla 6.** Productos y servicios

<b>Voz:</b> telefonía local, larga distancia, comunicaciones administradas IP – IP Centrex
<b>Internet:</b> banda ancha, internet fibra óptica, banda + empresarial, dedicado
<b>Datos:</b> conectividad avanzada, servicio portador
<b>Data Center:</b> colocación. Hosting dedicado, compartido, de correo electrónico, de mensajería y colaboración, virtual. Reportes de análisis de vulnerabilidades. Recuperación de desastres y continuidad de negocio. Almacenamiento en la nube. Backup en la nube. Base de datos como servicio.
<b>Interconexión:</b> cargos de acceso. Servicios de infraestructura
<b>Televisión digital con fibra óptica al hogar</b>
<b>Servicios móviles 4G</b>

Fuente: equipo de valoración.

## Estrategia de la empresa

En la actualidad la empresa está en un proceso de transformación, enfocado en el desarrollo de los programas estratégicos que se plantearon en el plan de direccionamiento estratégico corporativo desarrollado por la empresa para el período 2012-2016, orientados hacia una MEGA (Meta Grande y Ambiciosa) que se proyecta para el año 2022.

Este plan está conformado por seis programas estratégicos que se relacionan a continuación:

- N-Play: está enfocado en la renovación tecnológica, de la mano del despliegue de fibra óptica; consiste en el cambio de tecnología telefónica conmutada a tecnología IP, que genera beneficios mayores para la compañía, orientados en mejorar la calidad de servicio, mejores funcionalidades, disminución de costos, disminución de fallas en el servicio y ahorros en la operación, ya que dejan de ser necesarias las centrales telefónicas.
- Servicios móviles: este programa está dirigido al fortalecimiento de los servicios móviles, especialmente la oferta móvil 4G, buscando ganar mercado en este sector por medio de la expansión de la operación comercial a nivel nacional, para convertirse en un participante importante en la competencia de este sector.
- Potencialización de regionales y servicios corporativos: está encaminado a consolidar la operación nacional de la empresa por medio del fortalecimiento de su cobertura de fibra óptica y el portafolio de soluciones para clientes corporativos, apoyados en el desarrollo de nuevas ofertas que generen nuevos beneficios a los clientes.
- Excelencia en el servicio: se enfoca en la mejora de los procesos relacionados con el servicio al cliente, por medio de una gestión integral que permita cumplir con las necesidades de estos.
- Wifi: este plan estratégico está orientado a la implementación de wifi para clientes corporativos y zonas en el cual este sea gratuito y abierto al público.
- Gestión estratégica de la información: está encaminado a mejorar la oportunidad, calidad y gestión de la información de la empresa, apoyado en el diseño y la implementación del modelo de gestión de la información y el gobierno de información corporativo, con el objetivo de que la información sea clara y permita tener herramientas de decisión y análisis.

## **Análisis FODA**

### ***Fortalezas***

- Liderazgo en internet y telefonía fija en la ciudad de Bogotá.
- Proyecto enfocado a la sustitución de cable de cobre por fibra óptica para las redes telefónicas, que genera un valor agregado de diferenciación.
- Bajos perfiles de vencimiento de la deuda.
- Lanzamiento de nuevas ofertas para el sector corporativo.
- Mayor penetración en telefonía móvil 4G.
- Empresa enfocada en dinámica de cambio con la implementación de servicios de datos móviles, banda ancha y televisión, con los cuales se espera una mayor diversificación de ingresos.
- Mejor experiencia del cliente, con procesos integrados y más cortos.

### *Oportunidades*

- Crecer en su diversificación geográfica.
- Incremento de los ingresos partiendo del fortalecimiento de la posición competitiva de la compañía.
- Implementación de estrategia comercial agresiva, enfocada al uso de la nueva tecnología desarrollada por la inversión de la empresa.
- Incremento del valor de la acción en lo corrido del año 2016.
- Para 2016 se espera una estabilización de precios por medio de una regulación, por lo cual no será uno de los factores de decisión para los consumidores.
- Incremento de la competencia con pocas diferenciaciones.

### *Debilidades*

- Concentración de la operación en Bogotá.
- Aumento de gastos de capital, costos y gastos operacionales por demandas del negocio.
- Altos montos de inversión para la sustitución de cable de cobre por fibra óptica en los próximos años, que generarán la disminución del margen EBITDA y posiblemente la disminución en el flujo de caja.
- Resultados negativos de 2015 produjeron una disminución en la calificación de crédito de la empresa (por la calificadora Fitch Ratings) de AAA hasta AA+, con perspectiva negativa.
- Aumento de endeudamiento.
- Variación negativa del flujo de caja.

### *Amenazas*

- Para 2016 se espera una estabilización de precios por medio de una regulación, por lo cual no será uno de los factores de decisión para los consumidores.
- Incremento del sector con pocas diferenciaciones.
- Disminución de precios y tarifas que pueden afectar los márgenes de rentabilidad.
- Aumento de la inflación, lo que se deriva en altos costos para los hogares, lo que podría generar menor demanda de los servicios.
- Incertidumbre frente al cambio de gobierno.
- La alta tasa de cambio ha causado un incremento de los gastos por importaciones.

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

### Trayectoria de la alta gerencia: formación y experiencia

La compañía, según su organigrama, está estructurada a través de un orden jerárquico de organización y control y se encuentra conformada por una junta directiva, encargada de definir los lineamientos de la empresa a través de la aprobación de los planes de direccionamiento propuestos por el equipo directivo que está en cabeza del presidente. De igual forma, los vicepresidentes son los encargados de que se ejecuten correctamente cada uno de los procesos estratégicos y de apoyo a la empresa, garantizando el cumplimiento del plan estratégico definido por la junta directiva. Adicional a esto, en el grupo directivo hay personas con experiencia en procesos de fusiones y adquisiciones que pueden ser de gran importancia para el proceso de venta de la compañía que se está presupuestando. Es importante resaltar que el presidente Jorge Castellano fue el presidente de Bancafé durante el proceso de adquisición llevado a cabo por parte del banco Davivienda en el año 2007.

**Tabla 7.** Perfil alta gerencia

Nombre	Cargo	Perfil profesional
<b>Jorge Castellanos Rueda</b>	Presidente	Economista Financiero, con PhD en Economía y Finanzas (U de Columbia). Director de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, Superintendente Bancario, Director Fogafín y Presidente Bancafé
<b>Carlos Alberto Herrera</b>	Secretario General	Abogado (U. Externado). Asesor del Ministerio de Comunicaciones, Jefe de Regulación y Políticas de Competencia en la CRC y Director Legal de Telmex
<b>Carol Quevedo</b>	Auditor Corporativo (e)	Ingeniera Industrial (U. Javeriana). Dirección en Finanzas Corporativas, Análisis y Planeación Financiera, Administración de Riesgos, Implementación de Proyectos, Servicio al Cliente y Auditoría en el Grupo Colpatria
<b>Isabel Cristina Martínez</b>	VP Hogares y Personas. Equipo de Movilidad (e)	Ingeniera Electrónica y Telecomunicaciones (U. del Cauca). En ETB se ha desempeñado como Gerente de Servicios Móviles y Gerente Desarrollo de Negocios; Coordinadora de Planeación Estratégica en Telefónica Colombia
<b>Lizbeth Robayo</b>	VP Empresarial y Gobierno (e)	Ingeniera Electrónica (U. San Buenaventura). Trayectoria de doce años en ETB. Se desempeña actualmente como gerente de ventas corporativas y regiones

<b>Carlos Eduardo Graham</b>	VP Experiencia al Cliente	Administrador de Empresas (Duquesne University). Trayectoria de más de quince años en el sector de telecomunicaciones
<b>Efraín Martínez</b>	VP Infraestructura (e)	Administrador (ESAP). Trayectoria de 17 años en ETB en áreas técnicas y de contratación
<b>Diana Barón</b>	VP Financiera	Economista (U. Javeriana). Consultora en Coinfin, Gerente Financiera Banco Procredit Colombia, Directora de Planeación y Control Financiero Bancafé
<b>Natalia Gutiérrez</b>	VP de Estrategia y Mercadeo (e)	Profesional en Mercadeo y Publicidad (U. Jorge Tadeo Lozano). Gerente de Calidad y Desarrollo de Nuevos Productos en Telefónica Colombia, Gerente de Servicio al Cliente y Mercadeo en Diveo de Colombia Ltda. y Coordinadora de Atención al Cliente Fijo y Coordinadora de Servicios de Celumovil S. A.
<b>Doris Amparo Rodríguez</b>	VP Informática	Ingeniera de Sistemas (U. Distrital). Trayectoria de 18 años en ETB. Ha desempeñado cargos como Gerente de Proyectos y Gerente del Área de Servicios y Operaciones

Fuente: equipo de valoración.

La junta directiva está compuesta por siete miembros principales con sus respectivos suplentes, la representación está distribuida por cuatro renglones propuestos por el distrito capital, dos renglones propuestos por los fondos e inversionistas profesionales e institucionales y un renglón en representación de los diez accionistas minoritarios con menor participación.

### Gobierno corporativo

La empresa cuenta con un código de buen gobierno que se enfoca principalmente en un proceso denominado las buenas prácticas de gobierno corporativo, que tiene como objetivo “asegurar una gestión corporativa ética y transparente en ETB y mantener una relación de confianza con sus grupos de interés, teniendo como marco los lineamientos definidos por los órganos de gobierno de la compañía” (Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, 2015).

Este proceso busca, principalmente, que la compañía cumpla con sus objetivos empresariales y su razón social, generando beneficios para los grupos de interés de manera eficiente, transparente y sostenible permitiéndole crecer y tener procesos bien estructurados para poder cumplir con las metas establecidas.

## EVOLUCIÓN Y DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO

Con respecto a la liquidez de la compañía los indicadores de razón corriente y prueba ácida revelan una capacidad adecuada por parte de ETB para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Se establece que al obtener razones superiores a la unidad, la empresa está en capacidad de pagar sus obligaciones corrientes sin necesidad de recurrir a sus existencias.

**Gráfico 20.** Indicador razón corriente



Fuente: equipo de valoración.

La ETB se encuentra por encima de sus principales competidores a nivel local, quienes para el 2015 presentan en promedio una razón corriente de 0,67 veces y un capital de trabajo negativo en comparación con un capital de trabajo positivo por parte de ETB. Sin embargo, dadas las grandes inversiones realizadas en los últimos años por la compañía, su liquidez se ha visto afectada significativamente. Su efectivo y equivalentes de efectivo, así como su posición en instrumentos financieros líquidos han descendido de \$1.122.768.930 (miles de pesos colombianos) en el 2014 a \$613.114.113 (miles COP) en el 2015, es decir, una disminución del 45,4%.

La rotación de la cartera comercial de la compañía fue de 113 y 121 días para los años 2014 y 2015, respectivamente. Se resalta la diferencia que presenta ETB en este indicador con respecto a sus principales competidores que mostraron para el 2015 una rotación de la cartera comercial en promedio de 56 días.

**Gráfico 21.** Indicador rotación de cartera



Fuente: equipo de valoración.

Igualmente, se recalca la diferencia que presenta ETB con respecto a su rotación de cuentas por pagar a proveedores al compararse con empresas del sector como CLARO y MOVISTAR. Sin embargo, ETB tarda un mayor número de días en promedio en cancelar a sus proveedores, a diferencia de la compañía UNE, por lo que se infiere que ETB se encuentra dentro del promedio del sector.

**Gráfico 22.** Indicador rotación de proveedores



Fuente: equipo de valoración.

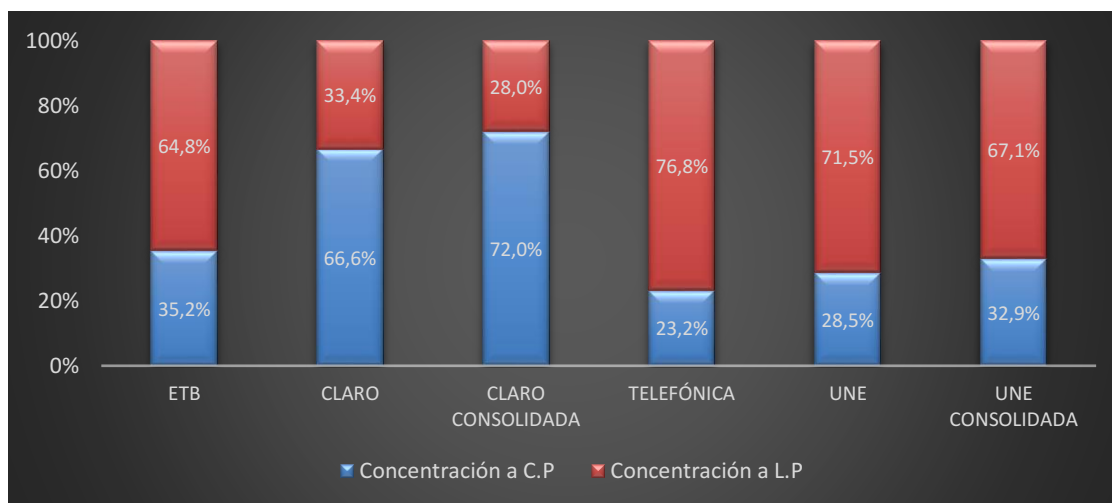
ETB ha aumentado su deuda significativamente en un mayor ritmo que sus activos totales, reflejando un crecimiento en el grado de apalancamiento que corresponde a la participación de los acreedores en los activos de la compañía del 53,5% en el 2015, mientras que en el 2014 era del 41%. Sin embargo, la compañía se encuentra dentro del promedio del sector, cerca al líder proveedor en servicios de telecomunicaciones Claro (Comunicación Celular S. A.) y por debajo de UNE-EPM telecomunicaciones y Movistar-Telefónica (Telecomunicaciones S. A.), bajo normas NIIF de estados separados y consolidados.

**Gráfico 23.** Indicador endeudamiento del activo total



Fuente: equipo de valoración.

Igualmente, ETB presenta una concentración del pasivo a corto plazo del 35% en el 2015, alineado con la concentración de otras empresas del sector como Colombia Telecomunicaciones S. A. (Movistar-Telefónica) y UNE-EPM telecomunicaciones. Por otro lado, CLARO (Comunicación Celular S. A.) presenta un pasivo concentrado en el corto plazo del 70% en promedio.

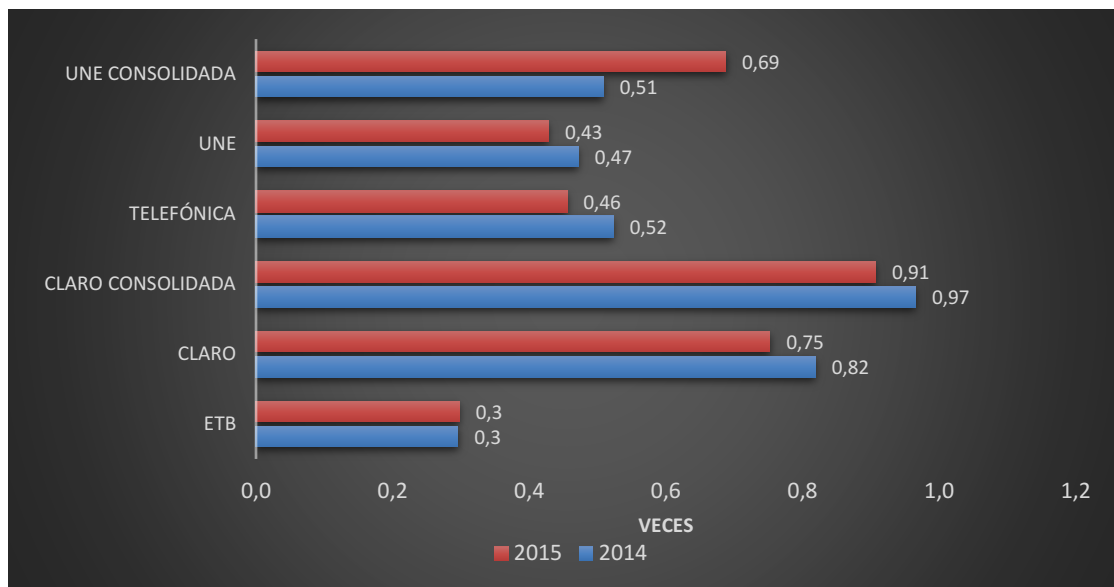
**Gráfico 24.** Concentración pasivo 2015

Fuente: equipo de valoración.

Analizando la rentabilidad presentada por la ETB bajo las nuevas normas contables NIIF, se observa que el margen operacional pasó del 2,08% en el año 2014 al (-17,29%) en el 2015. Esto se debió principalmente a que los ingresos operacionales durante el 2015 crecieron tan solo un 3,08% en contraste con un aumento del 27,8% en los costos y gastos recurrentes de la compañía durante el mismo período. Por medio del análisis DUPONT se observa que la compañía ETB presenta un margen neto del (-2,4%) y del (-4,7%) para los años 2014 y 2015, respectivamente. Se aprecia una menor variación al comparar los márgenes netos de ambos años frente a los márgenes operacionales, los cuales presentan una variación mucho más pronunciada entre ambos años. Lo anterior se debió principalmente a dos factores: primero, a la disminución del 48,4% de los gastos financieros de la compañía en el año 2015 frente al 2014, reflejado en las obligaciones financieras de créditos que pasaron de \$101.135.947 a \$20.561.002 miles de COP, es decir, una disminución del 79,7%; segundo, a la compensación “parcial con ingresos ocasionales o no recurrentes por 215 mil millones (como recuperación del impuesto de renta y algunos intereses), conforme a las NIIF” (Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, 2015), dado que se presentó una pérdida operacional recurrente por \$252 mil millones en el año 2015.

La compañía se ha mantenido durante el 2014 y 2015 con una rotación de activos de aproximadamente 0,3 veces; es decir, por cada peso invertido en activos se generan 0,3 pesos por ingresos operacionales. Se refleja, de este modo, una baja eficiencia en la utilización de sus activos para la generación de ingresos operacionales al contrastarlo con sus principales competidores que presentaron una rotación de activo total en promedio para el 2014 y 2015 de 0,65 veces. La compañía ha expresado en diversos comunicados que, a diciembre de 2015, solo el 4% del potencial de hogares por donde pasa la red de fibra óptica (1.207.000 hogares en Bogotá) se ha vinculado como clientes nuevos durante ese año, ratificando lo anteriormente planteado.

Gráfico 25. Rotación del activo total



Fuente: equipo de valoración.

Con respecto al *ratio* de multiplicador de apalancamiento, se observa que ETB modificó su estructura de capital. En la asamblea extraordinaria de accionistas del 24 de julio de 2015 se decretaron dividendos extraordinarios por \$404.203.719 (miles COP), de los cuales, \$350.000.000 corresponden al accionista mayoritario y se comenzarán a pagar a partir del 20 de julio de 2017 hasta el año 2021, aumentando el pasivo de la compañía por concepto de dividendos por pagar.

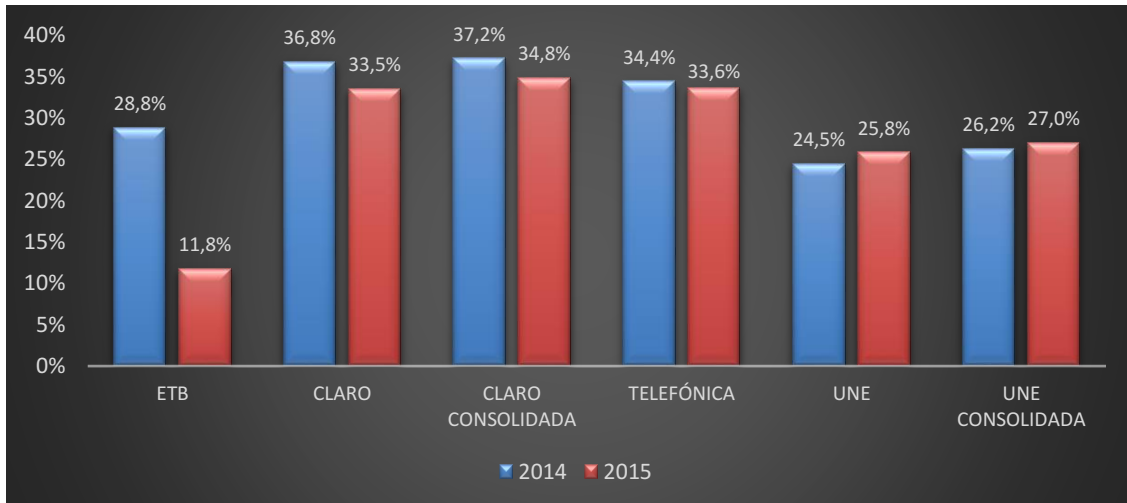
Al juntar los tres indicadores financieros mencionados previamente se observa que el ROE de ETB sigue en la senda negativa, al igual que en el año 2014. El ROE sigue disminuyendo dado el margen neto negativo presentado y por el cambio en la estructura de capital. Por tal motivo, se observa que la compañía durante los últimos dos años no ha sido rentable.

Dada la naturaleza del sector, donde se deben de invertir grandes cuantías de dinero en infraestructura para la correcta prestación de servicios, los gastos correspondientes por depreciación y amortización suelen ser significativamente altos. Durante los últimos dos años reportados bajo normas NIIF se observa que en promedio los gastos por depreciación y amortización en el sector de las empresas proveedoras de servicios de telecomunicación son en promedio el 22% de los costos y gastos totales de operación, estando alineado con la *ratio* del 25% presentado por ETB. Sin embargo, y como se expuso anteriormente, la utilización de los activos netos por parte de ETB ha sido deficiente. Se han presentado indicadores ROA negativos durante los últimos dos años, es decir, no se está generando rentabilidad con el uso actual de los activos netos. Esto concuerda con el énfasis de la actual administración en reducir la inversión en CAPEX significativamente y en enfocarse a la incorporación de nuevos clientes y retención de clientes actuales a su red de fibra óptica, ya que a diciembre de 2015 la penetración de la red en los hogares bogotanos era menor al 10% de la capacidad instalada.

El margen EBITDA para el 2015 fue del 11,8%, el cual fue significativamente inferior al promedio del sector que fue del 31%, representando una menor utilidad antes de

depreciaciones y amortizaciones disponible para atender el pago de impuestos, apoyar las inversiones, cubrir la deuda y repartir utilidades.

**Gráfico 26. Margen EBITDA**



Fuente: equipo de valoración.

La reducción del margen EBITDA del 58% en ETB, en comparación con el año anterior, se debió principalmente al aumento desbordado de los costos y gastos recurrentes del 27,8%, atribuibles principalmente al aumento en nómina, honorarios de contratistas y mantenimiento de equipos y redes. El exceso de egresos sobre los ingresos hizo que el disponible de la compañía se redujera significativamente.

Dado los resultados poco alentadores presentados por la compañía en el 2015, la calificadora de riesgo internacional Fitch Ratings bajó la calificación de crédito de ETB. La clasificación internacional de largo plazo de crédito pasó de una perspectiva estable (BBB-), que ostentaba desde hace más de ocho años, a una perspectiva negativa (BB+). Lo mismo ocurrió con los bonos emitidos por COP \$530 billones que vencen en el 2023. Con respecto a la calificación nacional a largo plazo pasó de AAA(col) a AA+(col). Ambos hechos han privado a la ETB de un valioso grado de inversión.

Por todo lo anteriormente mencionado, y dado los resultados reportados durante los dos últimos años, el presidente de la compañía ha recalcado que el enfoque de la empresa de invertir en gran cuantía se había acabado. Durante los próximos años la administración se centrará a darle valor a la compañía “aprovechando las potencialidades de la empresa en fibra óptica y móviles 4G, con un mayor esfuerzo comercial, austeridad y mejora en el servicio al cliente” (Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, 2016).

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A. es transada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC); son acciones de tipo ordinario. La presencia bursátil es continua, lo que refiere como una acción de alta liquidez; por este motivo, a partir del año 2016 hace parte de las canastas de los índices COLCAP con una participación del 0,21%, COLSC con una participación del 8,537% y COLIR con una participación del 0,226% al 15 de septiembre de 2016 (Bolsa de Valores de Colombia, 2016).

Cuenta con 3.550.553.412 acciones en circulación y su condición en el mercado es de libre flotación, con un capital flotante del 11,64%. La capitalización bursátil al 31 de diciembre del 2015 alcanzaba los \$1.842.737 millones de COP.

### Principales accionistas

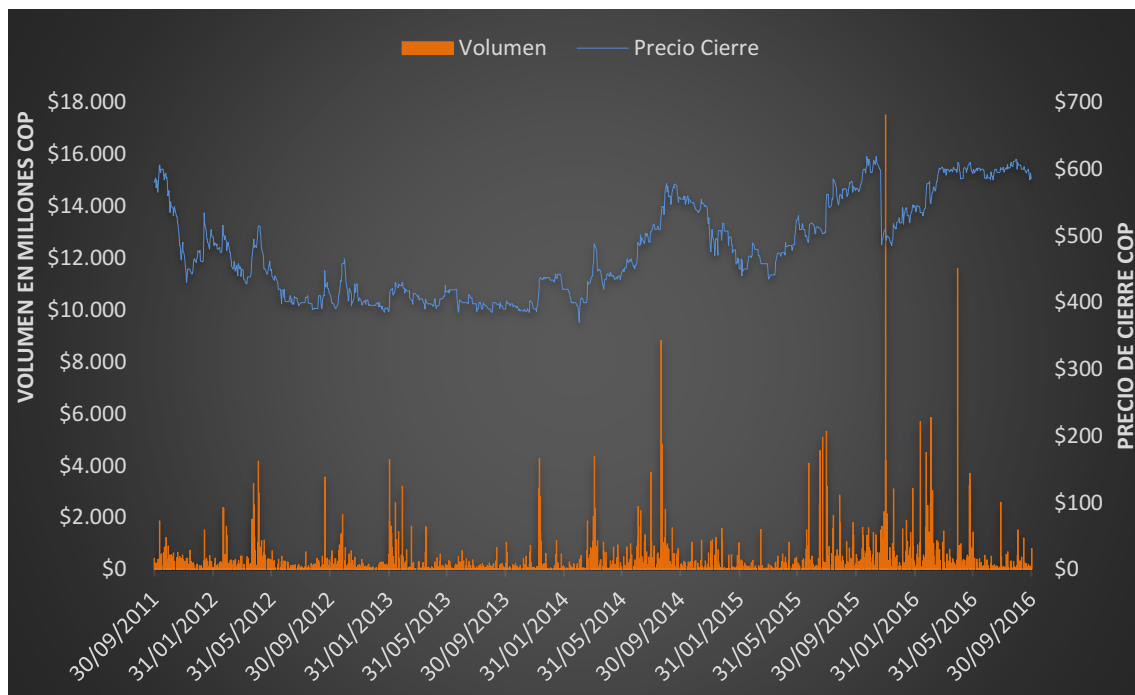
**Tabla 8.** Composición accionaria

ACCIONISTAS PÚBLICOS	N.º DE ACCIONES	% SOBRE TOTAL
Distrito Capital	3.074.421.943	86,589936%
Universidad Distrital Francisco José de Caldas	62.743.304	1,767142%
Municipio de Villavicencio	757.660	0,021339%
Gobernación del Meta	615.312	0,017330%
Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá	1.373	0,000039%
Fondo de Prestaciones Económicas, Cesantías y Pensiones	1.373	0,000039%
Instituto de Desarrollo Urbano de Bogotá	1.373	0,000039%
Lotería de Bogotá	1.373	0,000039%
<b>TOTAL ACCIONES ORDINARIAS PÚBLICAS</b>	<b>3.138.543.711</b>	<b>88,395903%</b>
<b>ACCIONISTAS PRIVADOS</b>		
<b>TOTAL ACCIONES PRIVADAS ORDINARIAS</b>	<b>412.009.701</b>	<b>11,6041%</b>
<b>TOTAL ACCIONES EN CIRCULACIÓN</b>	<b>3.550.553.412</b>	<b>100%</b>

Fuente: equipo de valoración.

### Liquidez accionaria

Durante los últimos años la liquidez accionaria de la compañía ETB en el mercado de valores de Colombia ha venido aumentando. El siguiente gráfico refleja, durante un lapso de tiempo de cinco años, el comportamiento del volumen transado diario en millones de pesos colombianos y el precio de cierre de la acción (COP) en el mercado colombiano de valores.

**Gráfico 27.** Volumen de transacción vs precio de cierre

Fuente: equipo de valoración.

Al analizar el período comprendido entre el 30 de septiembre de 2011 hasta el 14 de julio de 2015 se obtiene un promedio de volumen transado diario de \$353 millones COP. A partir del 15 de julio de 2015, y con el objetivo de impulsar el atractivo de la acción para los inversionistas, se realizó una alianza entre ETB y la firma Credicorp Capital Colombia S. A., quien pasaría a ser el Formador de Capital de Liquidez de la acción de ETB. De este modo, la “sociedad comisionista ingresaría de manera permanente órdenes de compra y venta de forma simultánea sobre el título ETB, reduciendo el *spread* y facilitando la compra y venta de la acción para los inversionistas” (“Credicorp capital formador de liquidez ETB”, 2015).

Con base en lo anterior, se considera que el Formador de Capital de Liquidez fue implementado con resultados positivos aumentando el volumen transado diario de la acción. A partir del 15 de julio de 2015, hasta el 30 de septiembre de 2016, el volumen promedio transado diario fue de \$760 millones COP, más del doble del volumen promedio transado diario analizado anteriormente.

A principios de mayo del año 2016 la acción de ETB ingresó al índice COLCAP, aumentando su presencia en las pantallas de negociación de la BVC. Todos estos hechos han atraído la atención de inversionistas nacionales y extranjeros aumentando la liquidez de la acción e incrementando su precio de referencia en el mercado.

Igualmente, al comparar el volumen transado promedio diario con el precio de cierre diario de la acción, se logra observar una relación directa donde a medida que la acción se encuentre en un período alcista el volumen de transado aumenta de manera significativa. El período con mayor volumen diario transado fue el primero de diciembre de 2015 (\$17.500 millones), una semana después de la fecha de pago de dividendos extraordinarios de ese año y cuando la acción se encontraba y seguiría en un período alcista.

## Política de dividendos

ETB no presenta una política de dividendos bien definida, ya que no especifica qué porcentaje de la utilidad se apropiará año tras año para el pago de dividendos. La decisión del valor de las utilidades a repartir se define en la Asamblea General de Accionistas, donde, con base en los resultados financieros de la empresa, se establece la repartición o no de dividendos.

La empresa ha determinado, año tras año, diferentes apropiaciones de utilidades para la repartición de dividendos. A continuación, se puede observar el valor de los dividendos decretados durante los últimos diez años junto al porcentaje de utilidad que se apropió cada año para el pago de dividendos.

**Gráfico 28.** Apropiación de dividendos respecto a la Utilidad Neta



Fuente: equipo de valoración.

En el gráfico se observa que no existe una tendencia específica, y que la apropiación porcentual puede variar año tras año. Adicional a esto, y con base en resultados poco alentadores durante los últimos años, la compañía decidió no repartir dividendos durante el año 2016, como hizo durante los años 2010 y 2012.

Durante el 2014 la compañía presentó una pérdida del ejercicio en la contabilidad desarrollada bajo normas NIIF. Sin embargo, para el 2015 se repartieron dividendos basándose en los PCGA que mostraban utilidad para la operación del año 2014.

Adicional a esto, en el año 2015 se decretaron dividendos extraordinarios por \$404.203.718.674,21 COP, destinados especialmente para inversión distrital, específicamente para el metro. La asamblea de accionistas decidió pagar \$113,84 COP por cada acción en circulación; para los accionistas minoritarios se acordó pago en una sola cuota por \$54 mil millones COP en el año 2016. En el caso del accionista mayoritario, se definió realizar el pago por \$350 mil millones COP en cinco cuotas

anuales iguales a partir del 20 de junio de 2017, con un interés del 6,03% EA, los cuales se liquidarán a partir del 20 de junio de 2016. Para esto decidieron liberar reservas que cubrieran el monto a pagar.

## RIESGOS DE INVERSIÓN

La empresa en estos momentos tiene varios retos por delante para poder garantizar su crecimiento y sostenibilidad; por lo tanto, se enfrenta a diversos riesgos que pueden afectar el desarrollo y la ejecución de la estrategia planteada.

En la actualidad, la empresa se encuentra en un proceso de transformación. Se ha invertido una cantidad de dinero superior a los dos billones de pesos desde el año 2013, y se estipula que para llevar a cabo su plan estratégico entre el presente año y el 2018 deberá continuar realizando inversiones adicionales, aunque en menor cuantía según lo establecido por la nueva administración. Por tal motivo, se establece que los incrementos de sus ingresos deben verse reflejados de acuerdo a la inversión que se está desarrollando, o de lo contrario la empresa corre el riesgo de desaparecer por el alto compromiso presupuestal que está teniendo para llevar a cabo su estrategia de crecimiento y desarrollo.

Adicionalmente, en el mes de mayo del presente año el Concejo de Bogotá aprobó la venta de la empresa, factor que genera incertidumbre para el futuro de la misma, ya que, aunque fue aprobada y debería salir adelante este proceso el proyecto se ha encontrado con mucha oposición por parte de diferentes grupos, lo que complicaría que este proceso se lleve a cabo.

En los siguientes numerales se relacionan los diferentes riesgos a los que se puede ver enfrentada la empresa, y la forma en que esta los está tratando de mitigar.

### **Riesgo de mercado (nacional e internacional, precio)**

El mercado tiene unos participantes muy fuertes que han generado un aumento de la competencia, por diferentes factores. Aunque ETB atiende el mercado local, las empresas competidoras tienen participación internacional, por fusiones y adquisiciones que se han dado, lo que les da ventaja sobre la empresa por escala, músculo financiero, mercadeo e innovación, generando un gran riesgo para la empresa en lo referente a los limitantes para entrar a mercados de otras geografías; también existe la posibilidad de que estas le quiten mercado.

En este momento la compañía está haciendo esfuerzos por aprovechar las inversiones que ha realizado en tecnología y servicio, con el objetivo de convertirse en un participante más fuerte y aprovechar estos procesos que ha desarrollado.

### **Riesgo de tipo de cambio**

La empresa cuenta con exposición al riesgo cambiario. En primer lugar, algunas inversiones que ha realizado han sido en dólares. Adicional a esto, hay un gran volumen de inversiones por desarrollar en esta moneda, y otro factor es la financiación en dólares, que con el actual nivel de la TRM ha aumentado los costos para la compañía. En el sector de las inversiones la empresa ha utilizado instrumentos financieros de coberturas para cubrirse en este riesgo, y en el caso de los créditos en moneda extranjera ha buscado financiarse en pesos en mayor medida.

### **Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)**

En la actualidad se espera que con las mejoras realizadas disminuyan las fallas y mejore el servicio.

### **Riesgo operativo**

A nivel operativo los cambios que se están desarrollando en la empresa pueden afectar los procesos que se venían desplegando y las expectativas frente al futuro de la empresa.

### **Riesgo financiero**

En el proceso de transformación la empresa se está viendo enfrentada a grandes inversiones, por lo cual ha requerido de grandes cantidades de dinero afectando los márgenes de la misma. Se espera una financiación adicional para terminar sus obras de infraestructura y los cambios internos que está desarrollando. El principal riesgo está en que las inversiones realizadas no se vean reflejadas en los ingresos. Otro factor de riesgo es que las calificadoras de riesgo han disminuido la calificación para la empresa, además le han entregado una perspectiva negativa, lo que puede limitar su acceso a la financiación. La administración actual ve como la mejor opción para enfrentar estos factores vender la empresa, adicional al desarrollo de una estrategia comercial agresiva de la mano del plan estratégico corporativo.

### **Riesgo de procesos internos**

El principal riesgo que existe en este factor es el proceso de venta, que ha generado incertidumbre en el personal de la compañía. El cambio de administración viene con grandes retos, por lo cual se espera que el año 2016 sea de transición. Para este tema se ha estructurado un código de buen gobierno que especifica cómo deben realizarse los procesos internos para poder llevar a cabo los planes para el cumplimiento de las estrategias del plan corporativo.

### **Riesgo sindical**

La empresa cuenta con una organización sindical llamada SINTRATELÉFONOS, que es uno de los sindicatos con mayor relevancia en el país. El principal riesgo al que se enfrenta es que el sindicato está en contra de la venta de la empresa, lo que puede generar muchas dificultades para llevar a cabo este proceso, ya que están recurriendo a medidas legales para impedir la venta. Otro factor de riesgo es que, con el cambio de administración, se han presentado muchos despidos, lo que ha generado inconformidad al interior de la organización.

### **Riesgo legal o de regulación**

En este sector el marco regulatorio es muy amplio y de mucho control. Para el presente año se espera una regulación adicional que nivele los precios de todos los operadores de este tipo de servicios, para lo cual el precio dejaría de ser un factor para competir y permitiría variables, como ventajas competitivas en tecnología y servicio, como los elementos de decisión de los clientes. La empresa ha desarrollado una cuantiosa inversión en mejora de tecnología, adicional a esto se ha enfocado en mejorar la experiencia del cliente y en la diversificación en sus servicios ofertados, lo que le da mayores posibilidades de aumentar sus ingresos.

## **EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**

### **Supuestos de operación: ingresos recurrentes**

Para las proyecciones de ingresos recurrentes se estimó la tendencia en cada una de las líneas que generan ingresos en la compañía.

#### ***Local***

La telefonía publicada básica conmutada se considera que está a capacidad. A pesar de que ETB venía presentando desde el año 2011 una disminución anual en promedio del 7% en su línea de negocio local (telefonía local), se espera que para los próximos cinco años tienda a una disminución paulatina en un punto porcentual tomando como base la disminución del 6% presentada en el año 2015, ajustándose de este modo al promedio del sector durante los últimos años; es decir, una variación cercana al 0%. Por tal motivo, a partir del año 2021 se estima una variación del 0,2%. Estas deducciones se basan en el supuesto de que las compañías de telecomunicaciones cada vez dependerán en menor medida de la telefonía pública básica conmutada local, pues las líneas de negocio de internet y móvil tienden a sustituirlas de una manera eficiente y cada vez más asequible y económica.

### ***Larga Distancia***

Al aumentar la penetración en los hogares de fibra óptica e internet de banda ancha se considera que la Larga Distancia (LD) continuará con su decrecimiento constante de los últimos dos años pues los clientes cada vez optarán menos por este tipo de servicio, representando un porcentaje mínimo de los ingresos de la compañía.

### ***Internet y negocios especiales***

Se considera que las líneas de negocio de internet y negocios especiales (nuevos negocios especialmente dirigidos a clientes corporativos) están muy ligadas al comportamiento de la economía colombiana, ya que sus variables de crecimiento van unidas a la necesidad de internet de mayor velocidad (máximo 150 Mb) y otros servicios adicionales que se puedan requerir para aumentar la productividad. Por tal motivo, van paralelas con el crecimiento del PIB de la economía colombiana en el horizonte de tiempo proyectado.

### ***Datos***

Se calcula que los ingresos futuros para esta línea de negocio, la cual se basa principalmente en servicios de soluciones como la nube, los data center, seguridad de datos, entre otros, tiendan a estabilizarse y presentar un leve crecimiento anual. Por tal motivo, se proyectan con base a una regresión Log Normal obteniendo un R2 de 0,84.

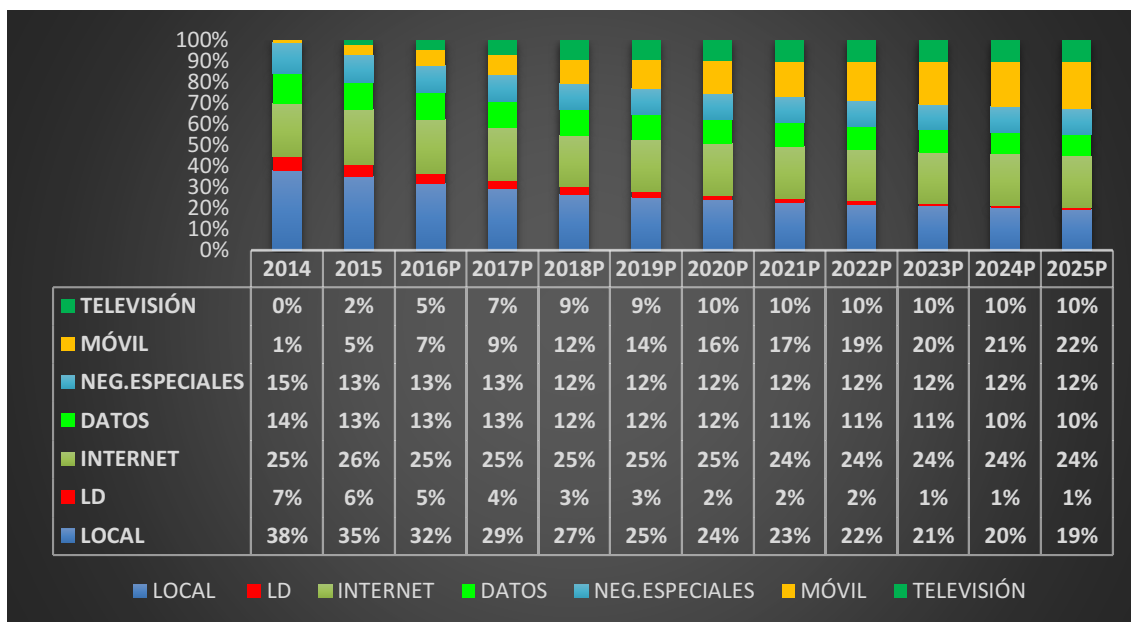
### ***Móvil***

Se asume que la línea de negocio móvil presentará, durante el segundo semestre de 2016, un comportamiento similar al que obtuvieron durante el primer semestre del 2016. Móvil, al presentar un índice de penetración a nivel nacional y consistir en una línea de negocio relativamente nueva en la compañía, se regresó linealmente por medio de mínimos cuadrados ordinarios para proyectar los ingresos durante los siguientes años, siendo congruentes con la estrategia de la compañía y el promedio nacional.

### ***Televisión***

Se asume que la línea de negocio televisión presentará durante el segundo semestre de 2016 un comportamiento similar al que obtuvieron durante el primer semestre del mismo año. Igualmente, se presentará una tendencia inicialmente fuerte, pero tiende a normalizarse dado que es un servicio que se ofrece en una zona geográfica reducida y es un mercado de difícil penetración. Se realizó una regresión logarítmica obteniendo un R2 de 0,96, estimando el comportamiento de los ingresos para esta línea de negocio para los próximos años proyectados.

**Gráfico 29.** Porcentaje de ingresos por línea de negocio respecto a ingresos operacionales totales



Fuente: equipo de valoración.

Bajo las normas NIIF se contabilizan, dentro de los ingresos recurrentes, los ingresos por recuperaciones y otros. Estos se proyectaron con base en el comportamiento histórico promedio presentado del 4,5% frente a los ingresos de operación. De este modo, se planifica un crecimiento promedio anual del total de los ingresos recurrentes del 4,3% durante el período calculado.

**Gráfico 30.** Total ingresos recurrentes



Fuente: equipo de valoración.

### **Supuestos de operación: costos y gastos totales**

Las proyecciones de los costos y gastos totales se dividen en dos rubros, los costos y gastos recurrentes, referentes a la operación del negocio, y los gastos por depreciación y amortización.

Con respecto a los costos y gastos recurrentes se proyecta que a partir del año 2016 la razón de estos, respecto a los ingresos, empiece a nivelarse con los indicadores que presenta el sector de las telecomunicaciones en Colombia. Este supuesto va acorde a diferentes comunicados de la empresa y al cambio de administración, donde se instaura la dificultad de ser eficientes en un período corto de tiempo. El año 2016 se toma como un período de transición y ajuste de la estrategia. Se proyecta que los resultados de la estrategia operativa empezarán a verse reflejados a partir de ese año definiendo una disminución anual de la razón de los costos y gastos recurrentes frente a los ingresos aproximada en dos puntos porcentuales, indicando una eficiencia operativa año a año que converge en el año 2025, en el nivel del mercado y a niveles que ostentaba la compañía en el año 2014, es decir, una razón alrededor del 71,5% de los costos y gastos recurrentes frente a los ingresos. Esta proyección va paralela a la estrategia de la administración de disminuir costos y gastos gestionables y aumentar la eficiencia operativa.

Dada la naturaleza del sector, donde se hacen inversiones significativas en CAPEX, se considera objetivo proyectar el gasto por depreciación y amortización de acuerdo a la inversión realizada en PP&E y en activos intangibles. Por tal motivo, se toma como referencia la razón histórica que presentó la compañía bajo normas contables NIIF respecto al aumento en la depreciación y amortización durante el 2015 frente a la PP&E e intangibles netos del año 2014.

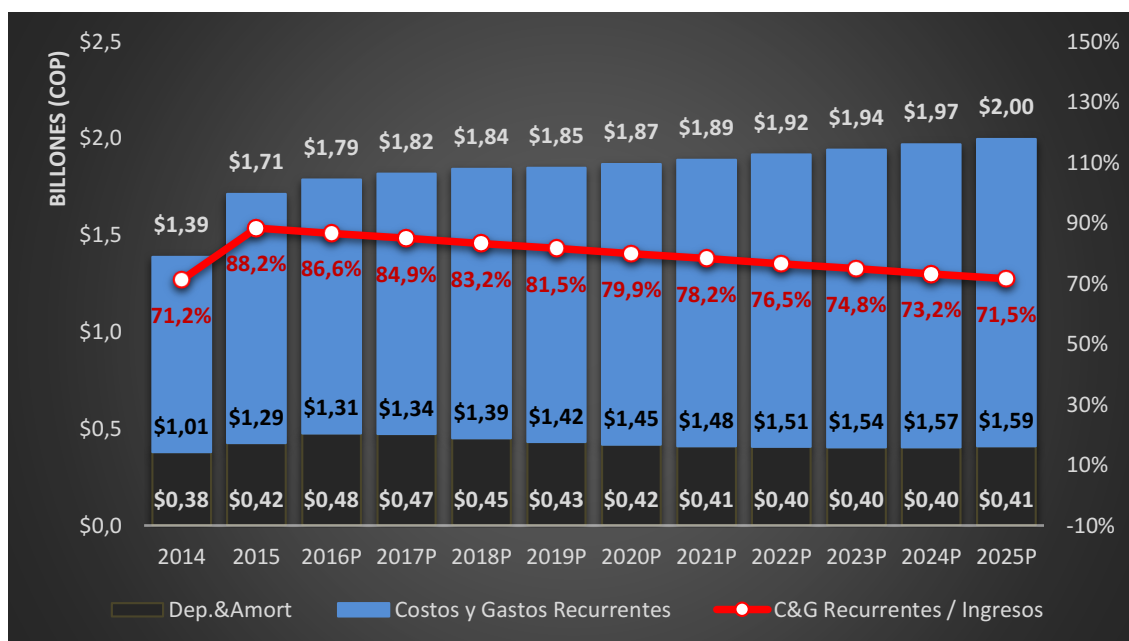
Se establece realizar la proyección frente al valor neto en lugar del bruto, dado que se podría incurrir en una sobreestimación de la depreciación y amortización y consecuentemente de su escudo fiscal en años posteriores. Esto es debido a que no se cuenta con información detallada respecto al momento en el cual los activos se hallan depreciados en su totalidad y puedan ser removidos del valor del activo bruto; es decir, no se contaría con la información suficiente para realizar un modelo de retiro de los activos fijos (Koller, Goedhart, & Wessels, 2010, p. 196).

Dado lo anterior, se calcula que los gastos por depreciación son en promedio el 14% del valor de PP&E neto del año inmediatamente anterior. Se definió que este porcentaje fuera constante año tras año al valor correspondiente de la PP&E neto. Este supuesto se sustenta en que es el valor histórico registrado bajo normas contables NIIF y que, a criterio del equipo de valoración, es el más objetivo y acertado para la proyección bajo estas normas contables.

De igual forma, para los gastos por amortización se encontró el porcentaje que presenta su variación en el 2015 frente a los activos intangibles netos durante el año 2014. Esta razón del 21% se definió constante año tras año, respecto al valor de los activos intangibles netos por los mismos motivos anteriormente mencionados.

Finalmente, se observa una eficiencia operativa en los costos y gastos recurrentes donde se proyecta que en diez años ETB logre alcanzar los niveles del mercado en lo que respecta a la razón de los costos y gastos recurrentes frente a los ingresos. Con base en los gastos por amortización y depreciación, se observa que durante los años 2016 y 2017 se proyectan valores por estos conceptos mayores a los históricos, inclusive al disminuir la inversión en CAPEX. Esto va acorde con la proyección de que se empiezan a depreciar las grandes inversiones realizadas por la compañía durante los años 2013-2015, con una inversión estimada de 2,1 billones de pesos durante este período más la inversión en CAPEX de sostenimiento y mantenimiento. Se proyecta que, a medida que el CAPEX se ajuste a nivel del mercado respecto a los ingresos, los gastos por amortización y depreciación tiendan a estabilizarse igualmente.

Gráfico 31. Costos y gastos totales



Fuente: equipo de valoración.

### Supuestos de inversión: CAPEX y activos fijos

ETB, con base en el plan de crecimiento e inversión ejecutado a partir del año 2013, ha realizado una inversión intensiva en CAPEX sustentada principalmente en el reemplazo del cable de cobre por el de fibra óptica. Hasta el año 2015, ETB había realizado una inversión de 2,1 billones de pesos para este fin, generando una razón de CAPEX respecto a los ingresos recurrentes del 56% para el 2015.

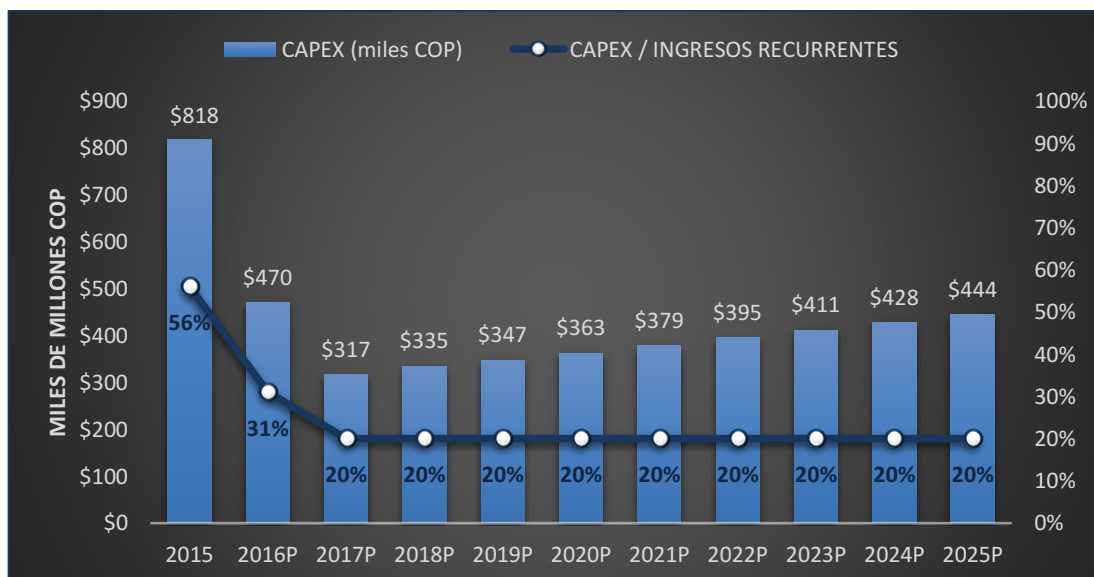
Se proyecta que este indicador se vaya ajustando al sector, dado que la compañía ha presentado durante dos años consecutivos un ROA negativo y una rotación del activo total de 0,3 veces, por debajo del promedio del sector que ha presentado una rotación del activo total en promedio de 0,65 veces y una razón de CAPEX/Ingresos entre el 17% y 20%.

Por tal motivo, la compañía ha definido que para el año 2016 el CAPEX esté alrededor de los \$500 mil millones presentando un indicador de CAPEX respecto a los ingresos del 31%. Para el período comprendido entre el 2017 y el 2025 se proyecta que la compañía presente una razón CAPEX respecto a ingresos del 20%, enfocándose en una mayor utilización de la capacidad instalada y estando alineado con los comunicados realizados por la actual administración, donde se indica que la etapa de inversión intensiva se había acabado y el enfoque era darle valor a la compañía “aprovechando las potencialidades de la empresa en fibra óptica y móviles 4G, con un mayor esfuerzo comercial, austeridad y mejora en el servicio al cliente” (Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, 2016).

Igualmente, se proyectan niveles de mantenimiento de acuerdo a la industria del 20% de inversión en CAPEX respecto a los ingresos, estando alineado con las principales compañías de telecomunicaciones en el sector que presentan indicadores ROA positivos.

De este modo, se observa que para los años 2016, 2017 y 2018 se realizará una inversión en CAPEX de aproximadamente el 50% de lo planeado por la anterior administración. Se estima que las mejoras tecnológicas se darán en un mayor tiempo del pactado inicialmente; sin embargo, de esta forma no se va a impactar el funcionamiento de la empresa. Finalmente, se proyecta que el nuevo enfoque de la administración permita el aumento en la utilización de la capacidad instalada, lo que posteriormente se derivaría en resultados positivos para la empresa.

**Gráfico 32.** Inversión en CAPEX y razón CAPEX/Ingresos recurrentes



Fuente: equipo de valoración.

### Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)

El Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO) se proyecta con base en las proyecciones de los activos circulantes y los pasivos circulantes. Los activos circulantes están compuestos por las cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar (CP),

inventarios y otros activos (CP). Los pasivos circulantes, por otro lado, están conformados por las cuentas por pagar (CP), beneficios a empleados (CP), pasivos por impuestos corrientes, proveedores y otros pasivos (CP).

Con respecto a los activos circulantes, estos son proyectados de acuerdo a la estrategia de la compañía y al estándar de la industria. Bajo la nueva administración y el nuevo enfoque estratégico se estima que ETB alcance el promedio del sector en su rotación de cartera e inventarios en un tiempo aproximado de diez años. Con respecto a otros activos corrientes de la compañía se calcula que ETB mantenga su promedio histórico respecto a los ingresos recurrentes.

Con relación a los pasivos circulantes, la rotación por cuentas por pagar a proveedores y otras cuentas por pagar son proyectadas de acuerdo al promedio histórico que presenta el sector. Algunos competidores presentan un rango promedio entre 44 (UNE), 117 (Movistar) y 130 (CLARO) días entre 2014 y 2015, en lo que respecta a sus cuentas por pagar a proveedores. Se considera que ETB se ajustará a la razón promedio presentada por el sector, estando alineado a su estrategia.

**Tabla 9.** Días de ciclo

Año	Valores en días			
	CxC comerciales y otras CxC	Inventarios, neto	Proveedores	Cuentas por pagar
2014	108	5	85	85
2015	115	6	91	84
2016P	108	7	93	81
2017P	101	9	93	77
2018P	94	10	93	74
2019P	87	11	93	71
2020P	81	13	93	67
2021P	74	14	93	64
2022P	67	16	93	60
2023P	60	17	93	57
2024P	53	19	93	53
2025P	46	20	93	50

Fuente: equipo de valoración.

Respecto a los pasivos por beneficios a empleados e impuestos corrientes se proyecta que ETB conservará el promedio de su razón histórica respecto a sus costos y gastos recurrentes. Igualmente, otros pasivos corrientes, que hacen alusión a los ingresos recibidos por anticipado, se calculan con base en el promedio histórico frente a los ingresos de la operación.

A partir de los fundamentos planteados anteriormente, se calculó el KTNO para los diferentes años proyectados. El modelo de valoración en el presente trabajo se ajusta a la situación actual de la compañía, su estrategia y su proceso de reestructuración en los siguientes años bajo la nueva administración. Se observa que el KTNO en el 2015

aumenta significativamente debido al crecimiento de los egresos y los pasivos corrientes de la compañía.

Por tal motivo, este indicador es proyectado bajo el supuesto de una reestructuración de la estrategia y la operación, el cual establece que paulatinamente la compañía se acercará al promedio del sector de las telecomunicaciones. Se observa, durante el año 2016, tanto en el modelo implementado de proyección como la proyección oficial estimada por la compañía, un KTNO negativo. Esto se debe a la política de austeridad y disminución de los pasivos corrientes operacionales que implementó la compañía después de un aumento significativo de estos en el 2015. Así, y con base a la información oficial reportada por ETB y su plan estratégico, el año 2016 es tomado por el equipo de valoración como un período de estabilización del KTNO. Se espera que a partir del año 2017 este indicador se normalice y presente un crecimiento gradual de acuerdo a la estrategia de la compañía, asumiendo que los activos circulantes cubrirán nuevamente el valor de los pasivos circulantes.

**Gráfico 33.** Capital de Trabajo Neto Operativo (KTNO)



Fuente: equipo de valoración.

### Hipótesis financieras: razón deuda patrimonio

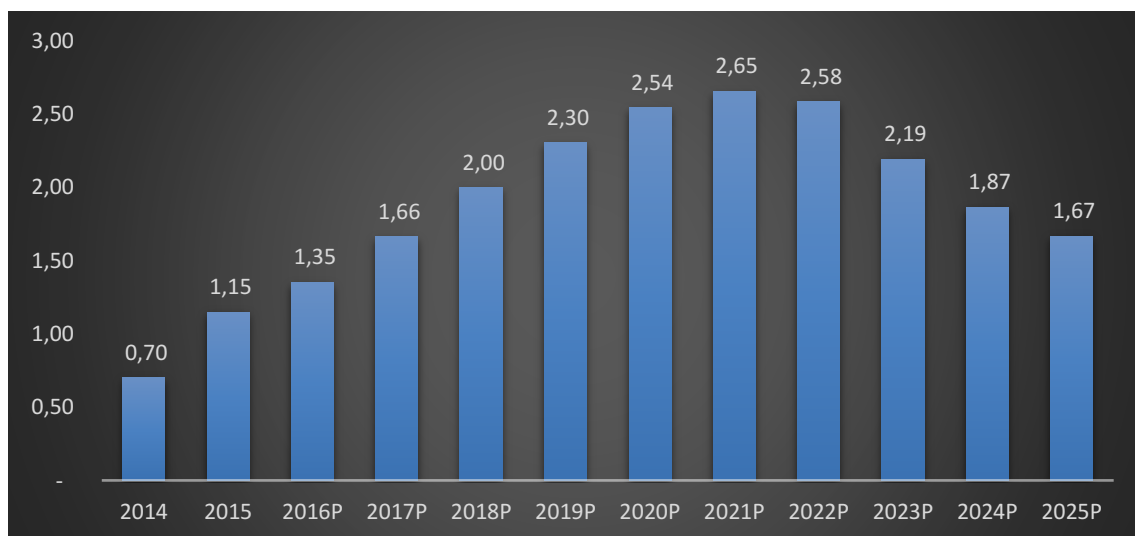
Se proyecta que la estructura financiera de capital de ETB (D/E) seguirá aumentando dado las presiones que presentarán los egresos sobre los ingresos recurrentes durante los próximos años, mientras la compañía alcanza los niveles del sector en lo que a rentabilidad se refiere.

A medida que la compañía vaya siendo más eficiente en el manejo de sus costos y gastos recurrentes de operación, mantenga un CAPEX respecto a los ingresos de acuerdo a la industria, sane sus deudas financieras y empiece a generar utilidad neta, la razón D/E empezará a ajustarse a los niveles del sector de las telecomunicaciones en Colombia, el cual ostenta razones entre el 2014 y 2015 del 1 y 1,5 respectivamente. Estos rangos son propios del sector por la gran necesidad de uso de deuda para financiar

activos para la operación en relación con la cantidad de valor representado en el patrimonio de los accionistas.

Por tal motivo, las empresas del sector buscan incrementar el valor de la compañía usando deudas para realizar varios proyectos de expansión, inversión y mantenimiento. Las utilidades retenidas y reservas de ETB se verán afectadas mientras que la compañía siga presentando pérdidas netas. Se proyecta que, con el nuevo enfoque de la administración, la estructura de capital de la compañía en el largo plazo se ajuste a niveles similares presentados en el sector de las telecomunicaciones, a medida que vaya generando utilidades en los ejercicios proyectados.

**Gráfico 34. Estructura D/E**



Fuente: equipo de valoración.

## Impuestos

Las obligaciones tributarias generadas por la operación de la empresa se reducen al impuesto sobre la renta, impuesto sobre la renta para la equidad CREE, sobretasa del impuesto CREE, impuesto a la riqueza y el impuesto de renta presuntiva.

En lo referente al impuesto de renta se toma la tarifa de los años 2014 y 2015 del 25% aplicable sobre la utilidad y sobre este porcentaje se realiza la proyección para los diez años.

De igual forma, para el impuesto sobre la renta para la equidad CREE se toma la tarifa del 9% de los dos últimos años, y con base en esta se realizan las proyecciones. En lo referente a la sobretasa del 5%, no es tenida en cuenta para las proyecciones, ya que su concepción se da para empresas con utilidades iguales o superiores a \$800 millones y su vigencia es hasta el 2018, años durante los cuales la empresa no presenta utilidad.

El impuesto a la riqueza se toma a partir de la tarifa establecida de acuerdo a la base gravable que es mayor a \$5.000.000.000, en la cual la tarifa marginal para el año 2015 es del 1,15%, 2016 del 1% y 2017 del 0,4% y se calcula de la siguiente manera.

**Tabla 10.** Impuesto a la riqueza

<b>Año</b>	<b>Calculo impuesto a la riqueza</b>
<b>2015</b>	Impuesto a la riqueza = ((Base gravable - \$5.000.000.000)*1,15%)+ \$22.500.000)
<b>2016</b>	Impuesto a la riqueza = ((Base gravable - \$5.000.000.000)*1,00%)+ \$15.500.000)
<b>2017</b>	Impuesto a la riqueza = ((Base gravable - \$5.000.000.000)*0,4%)+ \$6.000.000)

*Fuente:* equipo de valoración.

En relación con la renta presuntiva no se tiene en cuenta ya que: “De acuerdo con el artículo 73 de la ley 1341 de 2009 las empresas que prestan los servicios de telefonía pública básica conmutada, telefonía local móvil en el sector rural y larga distancia no se encuentran sometidas al sistema de renta presuntiva” (Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, 2016b).

**BIBLIOGRAFÍA**

“Análisis Corporativo ETB” (2015). Recuperado de [http://www.etb.com.co/inversionistas/docs/2016-03-08\\_ANALISIS\\_CORPORATIVO.pdf](http://www.etb.com.co/inversionistas/docs/2016-03-08_ANALISIS_CORPORATIVO.pdf)

“Análisis del futuro estratégico de ETB” (2016). Recuperado de [www.etb.com](http://www.etb.com)

Banco de la República (2016). Recuperado de [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)

Bloomberg (2016). Recuperado de <http://www.bloomberg.com/>

“Boletín trimestral de las TIC - Cifras primer trimestre de 2016” (2016). Recuperado de <http://colombiatic.mintic.gov.co/602/w3-article-15639.html>

Bolsa de Valores de Colombia (2016). Recuperado de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

Bondsonline (s. f.). Recuperado de [www.bondsonline.com](http://www.bondsonline.com)

Colombia, riesgo-país (2008). Recuperado de <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=4>

Colombia Telecomunicaciones S. A. ESP (2015). *Estados financieros 2015 y 2014* [Informe del Revisor Fiscal].

Comisión de Regulación de Comunicaciones (2016). Resolución 4960 de 2016. Recuperado de <https://www.crcm.gov.co/resoluciones/00004960.pdf>

Comunicaciones Celular S. A. - COMCEL S. A. (2015). *Informe anual 2015 presentado ante la Superintendencia Financiera de Colombia* [documento corporativo].

Credicorp Capital Colombia holding financiero (2016). *Revisión resultados financieros IT16 ETB* [documento corporativo].

“Credicorp capital formador de liquidez ETB” (2015). Recuperado de [http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Comunicados\\_Prensa?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-bc6d2d7\\_14e915f1678\\_-5bf20a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33\\_132040fa022\\_-787e0a0a600b](http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Comunicados_Prensa?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-bc6d2d7_14e915f1678_-5bf20a0a600b&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b)

Damodaran (s. f.). Recuperado de <http://www.damodaran.com>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (2016). Recuperado de [www.dane.gov.co](http://www.dane.gov.co)

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (2014). *Informe de gestión y sostenibilidad 2013* [documento corporativo].

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (2015). *Informe de gestión y sostenibilidad 2014* [documento corporativo].

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (2016a). *Informe de gestión y sostenibilidad 2015* [documento corporativo].

Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (2016b). Recuperado de [www.etb.com](http://www.etb.com)

“Espectro” (2016). Recuperado de <http://www.mintic.gov.co/porta1/604/w3-propertyvalue-6972.html>

“ETB resultados corporativos 2015” (2016). Recuperado de [http://etb.com.co/inversionistas/Informacion\\_Financiera.aspx](http://etb.com.co/inversionistas/Informacion_Financiera.aspx)

Grupo Bancolombia (2016). Recuperado de [www.grupobancolombia.com](http://www.grupobancolombia.com)

“Indicadores de inflación básica y su variación anual” (2013). Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/inflacion-basica>

“Investigaciones económicas” (2016). Recuperado de <http://www.grupobancolombia.com/wps/porta1/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/?homeinformes.aspx%3FMercado=ITAAP>

Katz, R. (2015). “El ecosistema y la economía digital en América Latina”. Recuperado de <http://www.cepal.org/es/publicaciones/38916-el-ecosistema-y-la-economia-digital-en-america-latina>

Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2010). *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: Wiley & Sons.

“Oportunidad de inversión acción ETB” (2015). Recuperado de <http://www.etb.com.co/inversionistas/docs/26-08-2015.pdf>

“Panorama TIC año 2015” (2015). Recuperado de <http://colombiatic.mintic.gov.co/602/w3-article-14305.html>

Portafolio (2016). Recuperado de <http://www.portafolio.co/>

Superintendencia Financiera de Colombia (2016) recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>

UNE, EPM Telecomunicaciones (2015). *Informe de gestión y sostenibilidad 2013* [documento corporativo].

World Economic Outlook Database (s. f.). Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/weorept.aspx?sy=2000&ey>

=2021&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=32&pr1.y=16&c=111&s=P  
CPIPCH%2CPCPIEPCH&grp=0&a

Yahoo Finance (s. f.). Recuperado de <http://finance.yahoo.com/>

Investopedia (s.f). Recuperado de <http://www.investopedia.com/>

### ESTADOS DE SITUACION FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE 2015 Y 2014

#### BALANCE GENERAL

	31 de diciembre	
	2014	2015
	(En miles de pesos colombianos)	
Efectivo y equivalentes de efectivo	\$861.908.722	\$585.356.867
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	\$424.111.857	\$466.912.607
Otros activos financieros	\$260.860.208	\$27.757.764
Inventarios, neto	\$13.162.937	\$20.704.775
Otros activos	\$11.838.857	\$9.458.844
Activos clasificados como mantenidos para la venta	\$893.160	\$0
<b>Total activo corriente</b>	<b>\$1.572.775.741</b>	<b>\$1.110.190.857</b>
Propiedad, planta y equipo	\$2.413.235.920	\$2.766.791.286
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	\$18.986.675	\$21.892.368
Crédito mercantil	\$26.283.671	\$26.283.671
Activos intangibles	\$384.046.626	\$432.670.721
Inversiones en subsidiarias	\$41.017.808	\$44.325.034
Inversiones en asociadas	\$3.999.491	\$3.999.491
Activos por impuestos diferidos	\$322.624.552	\$488.586.604
Otros activos	\$3.980.199	\$3.690.494
<b>Total activo no corriente</b>	<b>\$3.214.174.942</b>	<b>\$3.788.239.669</b>
<b>Total activo</b>	<b>\$4.786.950.683</b>	<b>\$4.898.430.526</b>
Préstamos	\$58.040	\$0
Proveedores	\$238.666.389	\$325.905.123
Cuentas por pagar	\$237.780.898	\$301.451.061
Beneficios a empleados	\$31.631.445	\$46.484.076
Pasivos por impuestos corrientes	\$51.560.895	\$98.352.629
Pasivos estimados	\$3.798.288	\$2.956.676
Otros pasivos	\$122.537.923	\$147.043.416
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>\$686.033.878</b>	<b>\$922.192.981</b>
Préstamos	\$0	\$0
Bonos emitidos	\$530.180.000	\$530.180.000
Beneficios a empleados	\$337.171.349	\$275.598.716
Cuentas por pagar	\$1.576.489	\$358.502.877
Pasivos por impuestos diferidos	\$222.049.838	\$182.409.399
Pasivos estimados	\$188.548.590	\$340.290.711
Otros pasivos	\$3.563.571	\$10.644.091
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>\$1.283.089.837</b>	<b>\$1.697.625.794</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>\$1.969.123.715</b>	<b>\$2.619.818.775</b>
Capital social	\$1.924.419	\$1.924.419
Prima en colocación de acciones	\$262.471.466	\$262.471.466
Reservas	\$1.739.733.672	\$1.607.587.751
Utilidades retenidas	\$813.697.411	\$406.628.115
<b>Total patrimonio de los accionistas</b>	<b>\$2.817.826.968</b>	<b>\$2.278.611.751</b>
<b>Total pasivo y patrimonio de los accionistas</b>	<b>\$4.786.950.683</b>	<b>\$4.898.430.526</b>

**\*Nota aclaratoria:** se toma como referencia histórica la información financiera reportada por ETB durante los años 2014 y 2015, la cual fue realizada bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los diferentes rubros del Balance General son analizados con base en el compartimiento histórico durante estos dos años y a la estrategia de la compañía, pues su tratamiento contable bajo NIIF difiere notoriamente a los años anteriores al 2014, lo cuales fueron reportados bajo normas PCGA.

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<i>Efectivo y equivalentes de efectivo</i>	\$287.334.854	\$294.936.662	\$311.984.714	\$323.558.774	\$337.686.523	\$352.574.440	\$367.791.289	\$117.961.745	\$133.318.457	\$148.809.977
<i>Cuentas por cobrar</i>	\$455.599.544	\$445.575.411	\$439.167.356	\$422.103.065	\$405.720.551	\$387.260.050	\$366.057.254	\$341.755.868	\$314.383.949	\$283.938.176
<i>Otros activos financieros</i>	\$28.815.420	\$30.104.508	\$31.844.622	\$33.025.999	\$34.468.033	\$35.987.659	\$37.540.860	\$39.098.511	\$40.665.988	\$42.247.224
<i>Inventarios, neto</i>	\$26.266.859	\$32.219.204	\$38.913.420	\$45.138.401	\$51.859.655	\$58.855.463	\$66.047.130	\$73.360.077	\$80.774.029	\$88.267.737
<i>Otros activos</i>	\$11.243.577	\$11.746.571	\$12.425.551	\$12.886.516	\$13.449.188	\$14.042.136	\$14.648.184	\$15.255.968	\$15.867.587	\$16.484.574
<b>Total activo corriente</b>	\$809.260.254	\$814.582.355	\$834.335.662	\$836.712.755	\$843.183.950	\$848.719.748	\$852.084.717	\$587.432.169	\$585.010.011	\$579.747.689
Propiedad, planta y equipo	\$2.778.357.383	\$2.659.420.807	\$2.572.390.740	\$2.507.893.952	\$2.465.111.923	\$2.441.718.961	\$2.435.322.337	\$2.443.603.446	\$2.464.612.933	\$2.496.706.729
<i>Cuentas por cobrar</i>	\$21.521.397	\$22.484.180	\$23.783.820	\$24.666.156	\$25.743.169	\$26.878.134	\$28.038.174	\$29.201.538	\$30.372.241	\$31.553.220
<i>Crédito mercantil</i>	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671	\$26.283.671
<i>Activos intangibles</i>	\$415.909.915	\$378.420.203	\$351.731.292	\$332.635.803	\$319.967.739	\$312.501.786	\$309.197.523	\$309.185.271	\$311.787.596	\$316.476.393
<i>Inversiones en subsidiarias</i>	\$44.952.063	\$46.963.041	\$49.677.619	\$51.520.567	\$53.770.142	\$56.140.759	\$58.563.752	\$60.993.689	\$63.438.953	\$65.905.682
<i>Inversiones en asociadas</i>	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491	\$3.999.491
<i>Activos por impuestos diferidos</i>	\$488.586.604	\$488.586.604	\$488.586.604	\$488.586.604	\$488.586.604	\$488.586.604	\$488.188.079	\$469.434.565	\$416.757.513	\$342.697.829
<i>Otros activos</i>	\$4.045.017	\$4.225.975	\$4.470.247	\$4.636.085	\$4.838.513	\$5.051.834	\$5.269.867	\$5.488.525	\$5.708.562	\$5.930.531
<b>Total activo no corriente</b>	\$3.783.655.542	\$3.630.383.972	\$3.520.923.484	\$3.440.222.329	\$3.388.301.253	\$3.361.161.240	\$3.354.862.894	\$3.348.190.196	\$3.322.960.959	\$3.289.553.545
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>\$4.592.915.796</b>	<b>\$4.444.966.327</b>	<b>\$4.355.259.145</b>	<b>\$4.276.935.084</b>	<b>\$4.231.485.203</b>	<b>\$4.209.880.988</b>	<b>\$4.206.947.611</b>	<b>\$3.935.622.365</b>	<b>\$3.907.970.970</b>	<b>\$3.869.301.234</b>
<i>Préstamos</i>	\$37.773	\$89.135.620	\$162.719.739	\$229.274.888	\$278.184.053	\$309.628.069	\$280.749.156	\$232.589.699	\$140.130.085	\$64.458.822
<i>Proveedores</i>	\$338.969.484	\$347.282.648	\$360.109.427	\$365.952.978	\$374.087.795	\$382.390.727	\$390.351.113	\$397.649.833	\$404.337.281	\$410.444.978
<i>Cuentas por pagar</i>	\$294.522.502	\$288.964.000	\$286.383.100	\$277.561.516	\$269.963.301	\$261.881.422	\$252.966.385	\$243.060.950	\$232.267.122	\$220.669.343
<i>Beneficios a empleados</i>	\$44.255.985	\$45.341.355	\$47.016.024	\$47.778.960	\$48.841.045	\$49.925.079	\$50.964.390	\$51.917.314	\$52.790.430	\$53.587.853
<i>Pasivos por impuestos corrientes</i>	\$83.637.899	\$85.689.103	\$88.854.004	\$90.295.852	\$92.303.050	\$94.351.729	\$96.315.888	\$98.116.787	\$99.766.859	\$101.273.882
<i>Pasivos estimados</i>	\$3.977.529	\$4.075.078	\$4.225.589	\$4.294.159	\$4.389.614	\$4.487.042	\$4.580.451	\$4.666.095	\$4.744.567	\$4.816.236
<i>Otros pasivos</i>	\$141.882.570	\$148.229.837	\$156.797.879	\$162.614.793	\$169.715.144	\$177.197.543	\$184.845.256	\$192.514.885	\$200.232.891	\$208.018.649
<b>Total pasivo corriente</b>	\$907.283.744	\$1.008.717.640	\$1.106.105.763	\$1.177.773.146	\$1.237.484.002	\$1.279.861.612	\$1.260.772.639	\$1.220.515.564	\$1.134.269.236	\$1.063.269.764
<i>Préstamos</i>	\$0	\$89.096.920	\$162.679.609	\$229.234.108	\$278.142.366	\$309.585.457	\$280.705.657	\$497.635.387	\$405.175.028	\$329.503.083
<i>Bonos emitidos</i>	\$530.180.000	\$530.180.000	\$530.180.000	\$530.180.000	\$530.180.000	\$530.180.000	\$530.180.000	\$0	\$0	\$0
<i>Beneficios a empleados</i>	\$359.771.692	\$368.595.026	\$382.208.971	\$388.411.135	\$397.045.177	\$405.857.651	\$414.306.558	\$422.053.193	\$429.151.043	\$435.633.563
<i>Cuentas por pagar</i>	\$355.355.675	\$285.487.022	\$215.689.684	\$145.782.011	\$75.910.540	\$6.041.726	\$6.167.499	\$6.282.818	\$6.388.478	\$6.484.979
<i>Pasivos por impuestos diferidos</i>	\$182.409.399	\$182.409.399	\$182.409.399	\$182.409.399	\$182.409.399	\$182.409.399	\$189.871.100	\$197.638.032	\$205.722.681	\$214.138.043
<i>Pasivos estimados</i>	\$295.986.767	\$303.245.788	\$314.446.079	\$319.548.644	\$326.651.932	\$333.902.019	\$340.852.995	\$347.226.208	\$353.065.660	\$358.398.876
<i>Otros pasivos</i>	\$7.431.391	\$7.763.842	\$8.212.611	\$8.517.284	\$8.889.179	\$9.281.085	\$9.681.650	\$10.083.362	\$10.487.609	\$10.895.404
<b>Total pasivo no corriente</b>	\$1.731.134.925	\$1.766.777.997	\$1.795.826.354	\$1.804.082.581	\$1.799.228.594	\$1.777.257.337	\$1.771.765.459	\$1.480.919.000	\$1.409.990.498	\$1.355.053.949
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>\$2.638.418.669</b>	<b>\$2.775.495.637</b>	<b>\$2.901.932.116</b>	<b>\$2.981.855.726</b>	<b>\$3.036.712.596</b>	<b>\$3.057.118.949</b>	<b>\$3.032.538.098</b>	<b>\$2.701.434.564</b>	<b>\$2.544.259.734</b>	<b>\$2.418.323.712</b>
<i>Capital social</i>	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419	\$1.924.419
<i>Prima en colocación de acciones</i>	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466	\$262.471.466
<i>Reservas</i>	\$1.584.836.133	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255	\$1.577.052.255
<i>Utilidades retenidas</i>	\$105.265.109	-\$171.977.451	-\$388.121.111	-\$546.368.783	-\$646.675.533	-\$688.686.101	-\$667.038.628	-\$607.260.338	-\$477.736.904	-\$390.470.618
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>\$1.954.497.128</b>	<b>\$1.669.470.689</b>	<b>\$1.453.327.029</b>	<b>\$1.295.079.357</b>	<b>\$1.194.772.607</b>	<b>\$1.152.762.039</b>	<b>\$1.174.409.512</b>	<b>\$1.234.187.802</b>	<b>\$1.363.711.236</b>	<b>\$1.450.977.522</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$4.592.915.796</b>	<b>\$4.444.966.327</b>	<b>\$4.355.259.145</b>	<b>\$4.276.935.084</b>	<b>\$4.231.485.203</b>	<b>\$4.209.880.988</b>	<b>\$4.206.947.611</b>	<b>\$3.935.622.365</b>	<b>\$3.907.970.970</b>	<b>\$3.869.301.234</b>

EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.

ESTADOS DE GANANCIAS O PÉRDIDAS Y OTRO RESULTADO INTEGRAL

POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31  
DE DICIEMBRE DE  
(En miles de pesos colombianos)

	2014	2015
Ingresos de actividades ordinarias	\$1.416.447.191	\$1.460.006.389
<b>(-) Costos y gastos Totales</b>	<b>\$1.387.018.419</b>	<b>\$1.712.445.588</b>
(-) <i>Costos y gastos recurrentes</i>	\$1.008.072.260	\$1.288.431.135
(-) <i>Gastos por depreciación y amortización</i>	\$378.946.159	\$424.014.453
<i>Gastos por depreciación</i>	\$321.963.432	\$340.075.161
<i>Gastos por Amortización</i>	\$56.982.727	\$83.939.292
<b>(=) Utilidad (Perdida) Operacional Recurrente</b>	<b>\$29.428.772</b>	<b>-\$252.439.199</b>
<b>Resultado Financiero Neto: Ingreso (Gasto)</b>	<b>-\$123.608.101</b>	<b>-\$47.072.786</b>
<b>(+) Ingresos financieros</b>	\$38.673.280	\$36.599.205
<i>Intereses sobre depósitos bancarios</i>	\$29.778.342	\$35.311.135
<i>Intereses y rendimientos cuentas por cobrar</i>	\$8.796.922	\$1.287.455
<i>Intereses financiación usuarios</i>	\$97.525	\$615
<i>Utilidad en negociación y venta de inversión</i>	\$491	\$0
<b>(-) Gastos financieros</b>	-\$162.281.381	-\$83.671.991
<i>Administración y emisión de títulos valores</i>	\$37.112.600	\$37.112.599
<i>Intereses por beneficios a empleados</i>	\$23.461.359	\$24.310.869
<i>Obligaciones financieras de créditos</i>	\$101.135.947	\$20.561.002
<i>Pérdida por precio de mercado de las inversiones</i>	\$0	\$1.056.202
<i>Otros</i>	\$571.475	\$631.319
<b>Actividades No Recurrent: Ingreso (Gasto)</b>	\$9.591.403	\$9.915.180
<b>Diferencia en Cambio: Ingreso (Gasto)</b>	\$17.506.218	\$12.327.129
<b>(=) Utilidad (Perdida) antes de impuestos</b>	<b>-\$67.081.708</b>	<b>-\$277.269.676</b>
<b>(-) Provisión Imp. CREE y Renta: (Ingreso) Gasto</b>	<b>-\$30.590.159</b>	<b>-\$208.610.945</b>
<b>(=) PÉRDIDA NETA DEL AÑO</b>	<b>-\$36.491.549</b>	<b>-\$68.658.731</b>
<b>(+) Otro Resultado Integral (ORI)</b>	<b>-\$1.265.890</b>	<b>\$32.120.623</b>
<b>(=) PÉRDIDA NETA INTEGRAL DEL AÑO</b>	<b>-\$37.757.439</b>	<b>-\$36.538.108</b>

**\*Nota aclaratoria:** Los Estados de Ganancias o Pérdidas y Otro Resultado Integral observados en esta hoja de la compañía ETB durante los años 2014 y 2015, bajo normas contables NIIF, difieren a la forma presentada en los Informes de Gestión de ETB; sin embargo, a criterio del equipo de valoración, conllevan a una interpretación más detallada y específica de la operación y de las actividades no recurrentes y financieras de la compañía.

EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTÁ S.A. E.S.P.  
ESTADOS DE GANANCIAS O PÉRDIDAS Y OTRO RESULTADO INTEGRAL  
POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE  
(En miles de pesos colombianos)

	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos de actividades ordinarias	\$1.515.637.116	\$1.583.440.739	\$1.674.967.443	\$1.737.105.661	\$1.812.953.990	\$1.892.883.473	\$1.974.578.907	\$2.056.508.457	\$2.138.954.781	\$2.222.124.854
(-) Costos y gastos Totales	\$1.787.182.154	\$1.817.434.365	\$1.842.684.442	\$1.847.605.584	\$1.866.122.676	\$1.889.657.778	\$1.915.653.235	\$1.942.322.512	\$1.969.355.716	\$1.996.461.649
<b>Costos y gastos recurrentes</b>	\$1.312.139.940	\$1.344.319.928	\$1.393.971.976	\$1.416.592.175	\$1.448.081.786	\$1.480.222.169	\$1.511.036.567	\$1.539.289.677	\$1.565.176.571	\$1.588.819.271
<i>Gastos por depreciación y amortización</i>	\$475.042.215	\$473.114.437	\$448.712.465	\$431.013.410	\$418.040.890	\$409.435.610	\$404.616.668	\$403.032.835	\$404.179.144	\$407.642.378
<i>Gastos por depreciación</i>	\$383.854.858	\$385.459.497	\$368.958.656	\$356.884.412	\$347.936.355	\$342.000.928	\$338.755.471	\$337.868.026	\$339.016.917	\$341.931.699
<i>Gastos por Amortización</i>	\$91.187.357	\$87.654.940	\$79.753.809	\$74.128.998	\$70.104.535	\$67.434.682	\$65.861.198	\$65.164.809	\$65.162.227	\$65.710.679
<b>(=) Utilidad (Pérdida) Operacional Recurrente</b>	<b>-\$271.545.039</b>	<b>-\$233.993.625</b>	<b>-\$167.716.999</b>	<b>-\$110.499.923</b>	<b>-\$53.168.686</b>	<b>\$3.225.695</b>	<b>\$58.925.672</b>	<b>\$114.185.945</b>	<b>\$169.599.066</b>	<b>\$225.663.205</b>
<b>Resultado Financiero Neto: Ingreso (Gasto)</b>	<b>-\$71.330.729</b>	<b>-\$86.182.490</b>	<b>-\$93.278.116</b>	<b>-\$93.901.282</b>	<b>-\$94.880.962</b>	<b>-\$94.654.047</b>	<b>-\$88.009.347</b>	<b>-\$88.500.611</b>	<b>-\$41.972.673</b>	<b>-\$34.106.029</b>
<i>Ingresos financieros</i>	\$36.064.159	\$34.560.759	\$33.863.262	\$33.254.272	\$32.900.888	\$32.732.909	\$32.710.102	\$30.600.478	\$30.385.481	\$30.084.814
<i>Intereses FER**</i>	\$392.146	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>Gastos financieros</b>	-\$107.394.889	-\$120.743.249	-\$127.141.378	-\$127.155.554	-\$127.781.850	-\$127.386.957	-\$120.719.449	-\$119.101.089	-\$72.358.154	-\$64.190.843
<i>Administración y emisión de títulos valores</i>	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$37.112.600	\$0	\$0
<i>Intereses por beneficios a empleados</i>	\$28.099.136	\$28.788.262	\$29.851.547	\$30.335.953	\$31.010.295	\$31.698.573	\$32.358.455	\$32.963.488	\$33.517.849	\$34.024.152
<i>Obligaciones financieras de créditos</i>	\$19.824.145	\$19.230.592	\$18.811.621	\$18.111.923	\$17.499.408	\$16.890.143	\$17.165.722	\$20.500.715	\$20.730.745	\$20.941.617
<i>Pérdida mercado de las inversiones</i>	\$494.621	\$479.213	\$469.542	\$461.097	\$456.197	\$453.868	\$453.552	\$424.300	\$421.319	\$417.150
<i>Otros</i>	\$759.387	\$736.650	\$720.601	\$693.798	\$670.335	\$646.997	\$657.553	\$785.304	\$1.233.913	\$1.241.990
<i>Intereses por dividendos extraordinarios</i>	\$21.105.000	\$21.105.000	\$16.884.000	\$12.663.000	\$8.442.000	\$4.221.000	\$0	\$0	\$0	\$0
<i>Intereses FER**</i>	\$0	\$13.290.932	\$23.291.468	\$27.777.182	\$32.591.015	\$36.363.776	\$32.971.567	\$27.314.682	\$16.454.328	\$7.565.933
<b>Actividades No Recurrentes: Ingreso (Gasto)</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>	<b>\$9.753.292</b>
<b>Diferencia en Cambio: Ingreso (Gasto)</b>	<b>\$15.764.481</b>	<b>\$16.469.721</b>	<b>\$17.421.711</b>	<b>\$18.068.024</b>	<b>\$18.856.940</b>	<b>\$19.688.304</b>	<b>\$20.538.037</b>	<b>\$21.390.204</b>	<b>\$22.247.747</b>	<b>\$23.112.817</b>
<b>(=) Utilidad (Pérdida) antes de impuestos</b>	<b>-\$317.357.996</b>	<b>-\$293.953.103</b>	<b>-\$233.820.113</b>	<b>-\$176.579.889</b>	<b>-\$119.439.418</b>	<b>-\$61.986.757</b>	<b>\$1.207.653</b>	<b>\$56.828.830</b>	<b>\$159.627.431</b>	<b>\$224.423.285</b>
<b>(-) Provisión Imp. CREE y Renta: (Ingreso) Gasto</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$0</b>	<b>\$398.525</b>	<b>\$18.753.514</b>	<b>\$52.677.052</b>	<b>\$74.059.684</b>
<b>(=) Utilidad (Pérdida) Neta del Año</b>	<b>-\$317.357.996</b>	<b>-\$293.953.103</b>	<b>-\$233.820.113</b>	<b>-\$176.579.889</b>	<b>-\$119.439.418</b>	<b>-\$61.986.757</b>	<b>\$809.127</b>	<b>\$38.075.316</b>	<b>\$106.950.379</b>	<b>\$150.363.601</b>
<b>(+) Otro Resultado Integral (ORI)- Ingreso (Gasto)</b>	<b>\$15.994.990</b>	<b>\$16.710.543</b>	<b>\$17.676.453</b>	<b>\$18.332.217</b>	<b>\$19.132.668</b>	<b>\$19.976.189</b>	<b>\$20.838.346</b>	<b>\$21.702.974</b>	<b>\$22.573.056</b>	<b>\$23.450.775</b>
<b>(=) Utilidad (Pérdida) Integral Neta del Año</b>	<b>-\$301.363.006</b>	<b>-\$277.242.560</b>	<b>-\$216.143.660</b>	<b>-\$158.247.672</b>	<b>-\$100.306.750</b>	<b>-\$42.010.568</b>	<b>\$21.647.473</b>	<b>\$59.778.290</b>	<b>\$129.523.434</b>	<b>\$173.814.376</b>

	2015 - 2014	2016P - 2015	2017P - 2016P	2018P - 2017P	2019P - 2018P	2020P - 2019P	2021P - 2020P	2022P - 2021P	2023P - 2022P	2024P - 2023P	2025P - 2024P
<b>UODI (NOPLAT)</b>	<b>-\$62.510.100</b>	<b>-\$271.545.039</b>	<b>-\$233.993.625</b>	<b>-\$167.716.999</b>	<b>-\$110.499.923</b>	<b>-\$53.168.686</b>	<b>\$3.225.695</b>	<b>\$39.480.200</b>	<b>\$76.504.583</b>	<b>\$113.631.374</b>	<b>\$151.194.347</b>
Depreciaciones & Amortizaciones	\$415.743.438	\$475.042.215	\$473.114.437	\$448.712.465	\$431.013.410	\$418.040.890	\$409.435.610	\$404.616.668	\$403.032.835	\$404.179.144	\$407.642.378
<b>F.C operativo bruto disponible para inversiones operativas</b>	<b>\$353.233.338</b>	<b>\$203.497.176</b>	<b>\$239.120.812</b>	<b>\$280.995.466</b>	<b>\$320.513.487</b>	<b>\$364.872.204</b>	<b>\$412.661.304</b>	<b>\$444.096.869</b>	<b>\$479.537.418</b>	<b>\$517.810.518</b>	<b>\$558.836.726</b>
Cuentas por cobrar (CP)	-\$42.800.750	\$11.313.063	\$10.024.133	\$6.408.055	\$17.064.291	\$16.382.514	\$18.460.501	\$21.202.796	\$24.301.386	\$27.371.918	\$30.445.774
Inventarios, neto	-\$7.541.838	-\$5.562.084	-\$5.952.344	-\$6.694.216	-\$6.224.981	-\$6.721.254	-\$6.995.808	-\$7.191.667	-\$7.312.946	-\$7.413.953	-\$7.493.708
Otros activos (CP)	\$2.380.013	-\$1.784.733	-\$502.993	-\$678.980	-\$460.965	-\$562.672	-\$592.948	-\$606.048	-\$616.648	-\$611.618	-\$592.948
Cuentas por pagar (CP)	\$63.670.163	-\$6.928.559	-\$5.558.503	-\$2.580.900	-\$8.821.584	-\$7.598.215	-\$8.081.878	-\$8.915.038	-\$9.905.435	-\$10.793.827	-\$11.597.779
Beneficios a empleados (CP)	\$14.852.631	-\$2.228.091	\$1.085.370	\$1.674.669	\$762.936	\$1.062.085	\$1.084.034	\$1.039.311	\$952.924	\$873.116	\$797.423
Pasivos por impuestos corrientes	\$46.791.734	-\$14.714.730	\$2.051.204	\$3.164.901	\$1.441.848	\$2.007.198	\$2.048.679	\$1.964.159	\$1.800.898	\$1.650.072	\$1.507.023
Proveedores	\$87.238.734	\$13.064.361	\$8.313.164	\$12.826.779	\$5.843.551	\$8.134.816	\$8.302.932	\$7.960.386	\$7.898.720	\$6.687.448	\$6.107.697
Otros pasivos (CP)	\$24.505.493	-\$5.160.846	\$6.347.266	\$8.568.043	\$5.816.914	\$7.100.351	\$7.482.398	\$7.647.713	\$7.669.629	\$7.718.006	\$7.785.758
<b>Capital de trabajo neto operativo (KTNO)</b>	<b>\$189.096.180</b>	<b>-\$12.001.619</b>	<b>\$15.807.296</b>	<b>\$22.688.351</b>	<b>\$15.422.009</b>	<b>\$19.804.824</b>	<b>\$21.707.911</b>	<b>\$23.101.613</b>	<b>\$24.197.392</b>	<b>\$25.481.162</b>	<b>\$26.935.201</b>
<b>FCO disponible para inversiones operativas no corrientes</b>	<b>\$542.329.518</b>	<b>\$191.495.558</b>	<b>\$254.928.108</b>	<b>\$303.683.818</b>	<b>\$335.935.495</b>	<b>\$384.677.027</b>	<b>\$434.369.216</b>	<b>\$467.198.481</b>	<b>\$503.734.810</b>	<b>\$543.291.680</b>	<b>\$585.771.927</b>
Cuentas por cobrar (LP)	-\$2.905.693	\$370.971	-\$962.782	-\$1.299.640	-\$882.336	-\$1.077.014	-\$1.134.964	-\$1.160.040	-\$1.163.364	-\$1.170.702	-\$1.180.979
Propiedad, planta y equipo	-\$688.359.200	-\$395.420.954	-\$266.522.921	-\$281.928.590	-\$292.387.624	-\$305.154.327	-\$318.607.965	-\$332.358.847	-\$346.149.134	-\$360.026.404	-\$374.025.495
Activos intangibles	-\$129.563.699	-\$74.426.552	-\$50.165.227	-\$53.064.898	-\$55.033.509	-\$57.436.471	-\$59.968.729	-\$62.556.935	-\$65.152.557	-\$67.764.552	-\$70.399.476
Beneficios a empleados (LP)	-\$61.572.633	\$84.172.976	\$8.823.334	\$13.613.945	\$6.202.164	\$8.634.042	\$8.812.475	\$8.448.907	\$7.746.635	\$7.097.849	\$6.482.520
Cuentas por pagar (LP)	\$356.926.388	-\$3.127.202	-\$69.868.653	-\$69.797.338	-\$69.907.673	-\$69.871.471	-\$69.868.815	-\$71.115.319	-\$71.631.319	-\$105.661	\$96.501
Otros pasivos (LP)	\$7.080.520	-\$3.212.700	\$332.451	\$448.769	\$304.673	\$371.895	\$391.906	\$400.565	\$401.713	\$404.246	\$407.795
<b>Capital empleado en inversiones operativas no corrientes</b>	<b>-\$518.394.317</b>	<b>-\$391.663.461</b>	<b>-\$378.363.798</b>	<b>-\$392.027.753</b>	<b>-\$411.704.304</b>	<b>-\$424.533.346</b>	<b>-\$440.376.093</b>	<b>-\$387.100.577</b>	<b>-\$404.201.389</b>	<b>-\$421.353.902</b>	<b>-\$438.619.134</b>
<b>Capital empleado en inversiones operativas totales</b>	<b>-\$329.298.137</b>	<b>-\$403.665.079</b>	<b>-\$362.556.502</b>	<b>-\$369.339.401</b>	<b>-\$396.282.296</b>	<b>-\$404.728.522</b>	<b>-\$418.668.182</b>	<b>-\$363.998.964</b>	<b>-\$380.003.998</b>	<b>-\$395.872.740</b>	<b>-\$411.683.933</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO (FCLO)</b>	<b>\$23.935.201</b>	<b>-\$200.167.903</b>	<b>-\$123.435.690</b>	<b>-\$88.343.935</b>	<b>-\$75.768.809</b>	<b>-\$39.856.318</b>	<b>\$80.097.904</b>	<b>\$80.097.904</b>	<b>\$99.533.420</b>	<b>\$121.937.778</b>	<b>\$147.152.793</b>
Ingresos financieros DI	\$9.062.855	\$36.064.159	\$34.560.759	\$33.863.262	\$33.254.272	\$32.900.888	\$32.732.909	\$21.915.768	\$20.502.320	\$20.358.272	\$20.156.825
Participación en las ganancias de las asociadas DI	\$2.455.240	\$9.753.292	\$9.753.292	\$9.753.292	\$9.753.292	\$9.753.292	\$9.753.292	\$6.534.705	\$6.534.705	\$6.534.705	\$6.534.705
Ingreso por diferencia en cambio DI	\$3.052.498	\$15.764.481	\$16.469.721	\$17.421.711	\$18.068.024	\$18.856.940	\$19.688.304	\$13.760.485	\$14.331.437	\$14.905.990	\$15.485.588
<b>FCNO bruto disponible para inversiones no operativas</b>	<b>\$14.570.593</b>	<b>\$61.581.931</b>	<b>\$60.783.771</b>	<b>\$61.038.265</b>	<b>\$61.075.588</b>	<b>\$61.511.119</b>	<b>\$62.174.505</b>	<b>\$42.210.958</b>	<b>\$41.368.462</b>	<b>\$41.798.968</b>	<b>\$42.177.118</b>
Activos clasificados como mantenidos para la venta	\$893.160	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Inversiones en subsidiarias	-\$3.307.226	-\$627.029	-\$2.010.978	-\$2.714.577	-\$1.842.949	-\$2.249.575	-\$2.370.617	-\$2.422.993	-\$2.429.937	-\$2.445.264	-\$2.466.729
Activos por impuestos diferidos	-\$165.962.052	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$398.525	\$18.753.514	\$52.677.052	\$74.059.684
Otros activos (LP)	\$289.705	-\$354.523	-\$180.958	-\$244.272	-\$165.838	-\$202.428	-\$213.320	-\$218.033	-\$218.658	-\$220.037	-\$221.969
Pasivos estimados (CP)	-\$841.612	\$1.020.853	\$97.548	\$150.512	\$68.569	\$95.455	\$97.428	\$93.409	\$85.645	\$78.472	\$71.669
Pasivos por impuestos diferidos	-\$39.640.439	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$7.461.701	\$7.766.932	\$8.084.649	\$8.415.362
Pasivos estimados (LP)	\$151.742.121	-\$44.303.944	\$7.259.020	\$11.200.291	\$5.102.565	\$7.103.288	\$7.250.086	\$6.950.977	\$6.373.213	\$5.839.452	\$5.333.216
<b>Capital empleado en inversiones no operativas totales</b>	<b>-\$56.826.343</b>	<b>-\$44.264.643</b>	<b>\$5.164.633</b>	<b>\$8.391.954</b>	<b>\$3.162.348</b>	<b>\$4.746.741</b>	<b>\$4.763.577</b>	<b>\$12.263.585</b>	<b>\$30.330.708</b>	<b>\$64.014.324</b>	<b>\$85.191.233</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE NO OPERATIVO (FCL-NOP)</b>	<b>-\$42.255.750</b>	<b>\$17.317.288</b>	<b>\$65.948.404</b>	<b>\$69.430.219</b>	<b>\$64.237.936</b>	<b>\$66.257.860</b>	<b>\$66.938.082</b>	<b>\$54.474.543</b>	<b>\$71.699.170</b>	<b>\$105.813.292</b>	<b>\$127.368.352</b>
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE DE LA EMPRESA (FCFF)</b>	<b>-\$18.320.548</b>	<b>-\$182.850.615</b>	<b>-\$57.487.286</b>	<b>-\$18.913.716</b>	<b>-\$11.530.873</b>	<b>\$26.401.542</b>	<b>\$60.931.205</b>	<b>\$134.572.448</b>	<b>\$171.232.591</b>	<b>\$227.751.070</b>	<b>\$274.521.144</b>
Gastos financieros DI	-\$20.719.225	-\$107.394.889	-\$120.743.249	-\$127.141.378	-\$127.155.554	-\$127.781.850	-\$127.386.957	-\$80.882.031	-\$79.797.730	-\$48.479.963	-\$43.007.865
Préstamos (CP)	-\$58.040	\$37.773	\$89.097.847	\$73.584.119	\$66.555.149	\$48.909.165	\$31.444.016	-\$28.878.913	-\$48.159.457	-\$92.459.614	-\$75.671.264
Préstamos (LP)	\$0	\$0	\$89.096.920	\$73.582.689	\$66.554.498	\$48.908.259	\$31.443.091	-\$28.879.800	\$216.929.730	-\$92.460.359	-\$75.671.944
Bonos emitidos	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	-\$530.180.000	\$0	\$0
<b>FLUJO DE CAJA DE LA DEUDA</b>	<b>-\$20.777.265</b>	<b>-\$107.357.115</b>	<b>\$57.451.518</b>	<b>\$20.025.429</b>	<b>\$5.954.093</b>	<b>-\$29.964.426</b>	<b>-\$64.499.850</b>	<b>-\$138.640.744</b>	<b>-\$441.207.457</b>	<b>-\$233.399.937</b>	<b>-\$194.351.073</b>
<b>FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS</b>	<b>-\$39.097.813</b>	<b>-\$290.207.730</b>	<b>-\$35.768</b>	<b>\$1.111.713</b>	<b>-\$5.576.779</b>	<b>-\$3.562.884</b>	<b>-\$3.568.645</b>	<b>-\$4.068.296</b>	<b>-\$269.974.866</b>	<b>-\$5.648.867</b>	<b>\$80.170.072</b>
Otro resultado integral del periodo	\$32.120.623	\$15.994.990	\$16.710.543	\$17.676.453	\$18.332.217	\$19.132.668	\$19.976.189	\$20.838.346	\$21.702.974	\$22.573.056	\$23.450.775
Dividendos decretados	-\$67.460.515	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	-\$86.548.091
Impuesto a la riqueza	-\$31.012.874	-\$22.751.618	-\$7.783.878	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Dividendos decretados (Extraordinarios)	-\$404.203.720	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
<b>FLUJO DE CAJA DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>-\$470.556.486</b>	<b>-\$6.756.627</b>	<b>\$8.926.665</b>	<b>\$17.676.453</b>	<b>\$18.332.217</b>	<b>\$19.132.668</b>	<b>\$19.976.189</b>	<b>\$20.838.346</b>	<b>\$21.702.974</b>	<b>\$22.573.056</b>	<b>-\$63.097.315</b>
<b>AUMENTO (DISMINUCIÓN) EN CAJA</b>	<b>-\$509.654.299</b>	<b>-\$296.964.357</b>	<b>\$8.890.896</b>	<b>\$18.788.166</b>	<b>\$12.755.437</b>	<b>\$15.569.783</b>	<b>\$16.407.543</b>	<b>\$16.770.049</b>	<b>-\$248.271.892</b>	<b>\$16.924.189</b>	<b>\$17.072.756</b>

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y/o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**VALORACIÓN EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A. E.S.P.**

Año	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<i>Fecha de valoración</i>	31/12/2016									
<i>Fecha primer FCL</i>	31/12/2016									
<i>Fecha VP FCL (t=0)</i>	31/12/2015									
<i>Valor Residual: EDCF</i>										
<i>g</i>	1,0%									
<i>Factor de Descuento</i>	0,90	0,85	0,79	0,74	0,68	0,62	0,57	0,58	0,54	0,50
<b>Flujo de Caja Libre Operativo</b>	<b>-\$200.167.903</b>	<b>-\$123.435.690</b>	<b>-\$88.343.935</b>	<b>-\$75.768.809</b>	<b>-\$39.856.318</b>	<b>-\$6.006.878</b>	<b>\$80.097.904</b>	<b>\$99.533.420</b>	<b>\$121.937.778</b>	<b>\$147.152.793</b>
<b>VP de los FCLO</b>	<b>-\$180.164.634</b>	<b>-\$104.362.813</b>	<b>-\$70.219.051</b>	<b>-\$56.094.967</b>	<b>-\$27.292.492</b>	<b>-\$3.752.433</b>	<b>\$45.971.282</b>	<b>\$57.812.243</b>	<b>\$65.960.454</b>	<b>\$74.114.438</b>
<b>VP del FCLO</b>	<b>-\$198.027.971</b>									
<i>Valor de continuidad</i>										
<i>g (crecimiento a perpetuidad)</i>	1,0%									
<b>FCLO 2025</b>	<b>\$147.152.793</b>									
<b>Valor Residual</b>	<b>\$2.436.750.147</b>									
<b>VP Valor Residual FCLO</b>	<b>\$1.227.284.678</b>									
<b>Flujo de Caja Libre no Operativo (FCL-NO)</b>	<b>\$17.317.288</b>	<b>\$65.948.404</b>	<b>\$69.430.219</b>	<b>\$64.237.936</b>	<b>\$66.257.860</b>	<b>\$66.938.082</b>	<b>\$54.474.543</b>	<b>\$71.699.170</b>	<b>\$105.813.292</b>	<b>\$127.368.352</b>
<b>VP de los FCL-NO</b>	<b>\$15.586.729</b>	<b>\$55.758.273</b>	<b>\$55.185.724</b>	<b>\$47.558.157</b>	<b>\$45.371.529</b>	<b>\$41.815.510</b>	<b>\$31.265.045</b>	<b>\$41.645.207</b>	<b>\$57.238.150</b>	<b>\$64.149.879</b>
<b>VP del FCL-NO</b>	<b>\$455.574.202</b>									
<i>Valor de continuidad</i>										
<i>g (crecimiento a perpetuidad)</i>	1,0%									
<b>FCLO 2025</b>	<b>\$127.368.352</b>									
<b>Valor Residual</b>	<b>\$2.109.133.261</b>									
<b>VP Valor Residual FCL-NO</b>	<b>\$1.062.278.353</b>									
<i>Valor Patrimonial (31 Dic 2016)</i>										
<b>VP del FCLO</b>	<b>-\$220.014.566</b>									
<b>VP Valor Residual (FCLO)</b>	<b>\$1.363.547.304</b>									
<b>Caja y Bancos</b>	<b>\$316.150.274</b>									
<b>Obligaciones Financieras</b>	<b>-\$880.217.773</b>									
<b>VP del FCL-NO</b>	<b>\$506.155.570</b>									
<b>VP Valor Residual (FCL-NO)</b>	<b>\$1.180.220.703</b>									
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>\$2.265.841.511</b>									
<b># Acciones</b>	<b>3.550.553.412</b>									
<b>Precio Objetivo de la Acción 31-Dic-16</b>	<b>\$638</b>									
<b>Precio Cierre 30- Sept- 2016</b>	<b>\$586</b>									

## DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA) y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Posgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos 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 son presentados, en un encuentro semestral, a la comunidad académica y a la financiera interesada.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño  
sgaitanr@eafit.edu.co  
Directora de Investigación  
Reportes Burkenroad  
Departamento de Finanzas  
Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585