

LATINOAMÉRICA - COLOMBIA

# Burkenroad Report

UNIVERSIDAD  
**EAFIT**<sup>®</sup>

Maestría en Administración Financiera

En convenio con:  
AB Freeman Business School  
Tulane University

## Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P.

BVC: ETB

### Cobertura continua

Fecha de valoración: 23 de agosto de 2020.

**Recomendación:** mantener.

#### Precio de la acción y valor del IGBC

El entorno actual generado por la emergencia sanitaria causada por la COVID-19 ha incrementado el consumo de los servicios de las telecomunicaciones en los hogares colombianos. No obstante, este sector es altamente competitivo, por lo cual los participantes están dispuestos a reducir los precios para conservar y aumentar la cantidad de clientes.

Considerando el contexto macroeconómico de corto plazo y la participación de la ETB dentro de la industria, según el estudio, el precio proyectado para los próximos dieciocho meses es de COP 209,00, con un potencial de valorización del 1,8 % frente al precio actual de COP 205,00.

#### Tabla de valoración con los datos financieros más destacados (cifras en COP millones)

Indicador	2019	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
EBITDA [COP]	443.183	437.206	446.273	453.190	480.995	503.616
NOPLAT [COP]	-4.271	-2.277	3.258	891	10.127	30.648
WACC [%]		9,59	9,79	10,12	10,84	10,95
FCL [COP]	202.197	54.700	87.152	83.640	109.406	125.048
ROIC [%]	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,5	1,2
Margen EBITDA [%]	30,81	30,22	30,44	30,29	31,39	32,06
ROA [%]	3,15	1,35	1,75	1,98	2,17	2,58
ROE [%]	6,02	2,54	2,99	3,26	3,56	4,21
EPS	22,25	7,53	8,50	13,50	15,73	20,44
P/E	11,64					
CFPS [COP]	56,95	15,41	24,55	23,56	30,81	35,22
ARPU (promedio de Ingresos anuales por usuario) [COP]	1,75	1,64	1,64	1,66	1,68	1,71

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

Capitalización bursátil: COP 727.863,45 millones.

Número de acciones en circulación: 3.550.553.412 acciones ordinarias.

Volumen promedio diario del último año: 1.289.480 acciones.

Bursatilidad: baja.

Participación en el índice Colcap: 0,074 %.

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

Beta: 0,76.

Rango en el último año: COP 170-274 (agosto 2019-julio de 2020).

#### Apreciación global de la Compañía

Localización: carrera 8.<sup>va</sup> # 20-56, Bogotá D. C.

Industria: telecomunicaciones

Descripción: compañía de telecomunicaciones en Colombia dedicada a la creación, generación e implantación de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC).

Productos y servicios: voz y datos, telefonía móvil, internet, otros servicios.

Sitio web: [www.etb.com](http://www.etb.com)

#### Analistas:

Juan Sebastian Sánchez Luis  
Jasmin Rocío Alayón González

#### Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El desempeño del precio de la acción de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá –en adelante la Compañía– en promedio ha sido de COP 444,00 en los últimos cinco años, con una fluctuación entre un precio mínimo de COP 170,00 y un precio máximo de COP 655,00, impactada principalmente por el anuncio del alcalde electo en 2016<sup>1</sup> sobre el proceso de enajenación, que fue suspendido en un año después, y trajo como consecuencia el descenso en la cotización de la acción hasta COP 457,00. A partir de esta fecha, la acción ha mantenido una tendencia a la baja y su precio no ha tenido la recuperación que algunos inversionistas esperaban; por el contrario, ha tocado su mínimo histórico: COP 170,00 en 2020 [Figura 1].

Figura 1. La Compañía. Precio de la acción (2014-agosto de 2020)



Fuente: Investing.com (s. f.).<sup>2</sup>

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Una vez analizado el resultado obtenido bajo el método del flujo de caja libre descontado (FCLD) y el entorno macroeconómico, la recomendación es

<sup>1</sup> Fuente: Contagio Radio (2016). *Enrique Peñalosa anuncia la venta de la empresa pública ETB* [en línea, 29 de abril]. *Contagio Radio*. Disponible en <https://www.contagioradio.com/enrique-penalosa-anuncia-la-venta-de-la-empresa-publica-etb/>

<sup>2</sup> Fuente: Investing.com (s. f.). *ETB gráficos streaming* [en línea]. Disponible en <https://es.investing.com/equities/etb-chart>

*mantener* la acción de la Compañía. Esta decisión se sustenta en su capacidad de crecimiento a nivel nacional frente a sus competidores y su participación en el mercado. El precio objetivo presenta un potencial de valorización del 1,8 %.

## TESIS DE INVERSIÓN

El desempeño de la Compañía durante los últimos cuatro años ha presentado un comportamiento positivo. Como resultado de las diferentes acciones fundamentadas en la política de austeridad adoptada que le permitieron hacer ahorros y lograr un flujo de caja libre positivo durante este período (2015-2019), sus indicadores de rentabilidad muestran los siguientes resultados: margen operacional, pasó del -22,34 al -0,44 %; margen neto, pasó del -4,95 al 5,49 %; y margen EBITDA, pasó del -24,84 al 30,81 %.

En el período 2013-2015, la Compañía invirtió COP 2,1 billones –aproximadamente el 55 % de sus ingresos– con el objetivo de consolidarse como el operador con mayor cobertura en Bogotá. La rentabilidad sobre el capital invertido (*return on invested capital*, ROIC) ha estado en el rango comprendido entre el -6,3 y el 0,1 %, evidenciando que no ha generado valor a partir de las inversiones en CAPEX (*capital expenditure*, inversiones en bienes de capital) que ha realizado. Tampoco se espera que esta situación presente cambios significativos en los años de proyección (2020-2024).

Por otra parte, el sector de las TIC (las tecnologías de la información y las comunicaciones) en Colombia tendrá un alto potencial de crecimiento. Según cifras del Ministerio de Tecnologías de la Información y la Comunicaciones (MinTIC), la cobertura de telefonía e internet móvil 4G llegará a 3.658 localidades en zonas rurales gracias a la subasta de espectro que fue adjudicada a las empresas Claro, Tigo y Partners para los siguientes cinco años. Así, se espera la conexión de más de 160.000 hogares, 840 zonas digitales urbanas, 705 municipios en 28 departamentos con espacios públicos con internet gratuita, 10.000 colombianos beneficiados con programas de inteligencia artificial y más de 13.000 personas con acceso a plataformas de comunicación y programas

digitales.<sup>3</sup> En razón de ello, las compañías se enfrentan a una mayor competencia para dominar el mercado e invertir en activos –infraestructura, espectro y tecnologías de la información–, a fin de expandir sus operaciones.

Según un estudio de la Comisión de Regulación de Comunicaciones (CRC),<sup>4</sup> el 71 % de los hogares colombianos cuenta con un servicio de suscripción y su crecimiento ha aumentado con relación a la situación actual.

## VALORACIÓN

El proceso de valoración de la Compañía se realizó utilizando la metodología del flujo de caja libre descontado (FCLD), que integra tres elementos: proyección del flujo de caja libre (FCL), costo ponderado de capital (WACC) y valor de continuidad. La razón de esta elección reside en el hecho de que permite integrar los efectos históricos de la Compañía como futuros, al igual que las variables macroeconómicas del entorno en el que opera.

La proyección del FCL se realizó para un horizonte de tiempo de cinco años (2020-2024), y posteriormente cada FCL se descontó al costo ponderado de capital calculado para cada período (*rolling WACC*). El WACC se obtuvo a partir del cálculo del costo de capital ( $K_e$ ) utilizando el modelo CAPM internacional (*capital asset pricing model*, modelo de valoración de activos financieros) y el costo de la deuda ( $K_d$ ). [Tabla 1].

---

<sup>3</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020). *Boletín trimestral del sector TIC – Cifras cuarto trimestre de 2019* [en línea, 24 de abril]. Disponible en <https://colombiatic.mintic.gov.co/679/w3-article-135691.html>

<sup>4</sup> Fuente: Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones, CRC (2019). *El rol de los servicios OTT en el sector de las comunicaciones en Colombia* [en línea, mayo]. Disponible en <https://www.crcm.gov.co/uploads/images/files/ESTUDIO-OTT-COLOMBIA.pdf>

Tabla 1. La Compañía. Detalle para el cálculo del WACC – Estructura de capital del mercado

	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
<b>Estimación del costo del capital (Ke)</b>					
Tasa libre de riesgo Rf <sup>5</sup> [%]	0,79	1,40	1,90	2,30	2,60
Tasa de impuestos [%]	32,0	31,0	30,0	30,0	30,0
Prima de riesgo de mercado [%]	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
Beta desapalancado <sup>6</sup>	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68
Beta apalancado	1,04	1,05	1,05	1,05	1,05
Riesgo país – EMBI <sup>7</sup> [%]	2,35	2,35	2,35	2,35	2,35
<b>Costo del capital en USD [%]</b>	<b>11,74</b>	<b>12,39</b>	<b>12,93</b>	<b>13,33</b>	<b>13,63</b>
Inflación Estados Unidos [%]	0,50	1,80	2,10	2,00	1,80
Inflación Colombia [%]	2,00	3,00	3,30	3,30	3,00
Tasa de devaluación implícita [%]	1,49	1,18	1,18	1,27	1,18
<b>Costo de capital Ke [%]</b>	<b>13,41</b>	<b>13,71</b>	<b>14,26</b>	<b>14,78</b>	<b>14,97</b>
<b>Estimación del costo de la deuda (Kd)</b>					
Costo de la deuda [%]	7,00	7,00	7,00	8,38	8,38
Tasa de impuestos [%]	32,0	31,0	30,0	30,0	30,0
<b>Kd después de impuestos [%]</b>	<b>4,76</b>	<b>4,83</b>	<b>4,90</b>	<b>5,86</b>	<b>5,86</b>
D / E + D [%]	44,19	44,19	44,19	44,19	44,19
E / E + D [%]	55,81	55,81	55,81	55,81	55,81
<b>WACC [%]</b>	<b>9,59</b>	<b>9,79</b>	<b>10,12</b>	<b>10,84</b>	<b>10,95</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de las fuentes citadas a pie de página.

Luego de sumar los activos no operacionales, restar los pasivos financieros y otros, y utilizar el WACC del mercado, el modelo arroja un valor estimado de la acción de COP 209,00.

El FCL presenta un comportamiento estable para los próximos cinco años (2020-2024), en particular porque la Compañía se enfrentará a un escenario de competitividad en las tarifas ofrecidas por los otros operadores y por consiguiente no se espera un incremento en las ventas de más del 2,5 %. Por otra parte, durante los últimos cinco años, la Compañía ha presentado dentro de su plan estratégico aumentar el número de clientes activos para ocupar su capacidad instalada en fibra óptica, pero sin cumplir este objetivo. Lo anterior justifica la tasa de crecimiento a perpetuidad ( $g$ ) del 0,16 % [Tabla 2].

<sup>5</sup> Fuente: Yahoo Finance (s. f.). *Treasury Yield 10 Years*. Disponible en <https://finance.yahoo.com/quote/%5ETNX/>

<sup>6</sup> Fuente: A. Damodaran (s. f.). *Beta, Unlevered beta and other risk measures*. Disponible por descarga en [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

<sup>7</sup> Fuente: Invenómica (s. f.). *Riesgo país EMBI – América Latina – Serie histórica*. Disponible en <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-embj-america-latina-serie-historica/>

Tabla 2. La Compañía. Valoración bajo la metodología de flujo de caja libre descontado (FCLD)

	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p
Flujo de caja libre, FCL [COP millones]	54.700	87.152	83.640	109.406	125.048
Factor de descuento	1,10	1,20	1,32	1,47	1,63
Gradiente de crecimiento ( <i>g</i> ) <sup>8</sup>					0,16 %
WACC [%]	9,59	9,79	10,12	10,84	10,95
<b>Valor presente del FCL anual [COP millones]</b>	<b>49.915</b>	<b>72.439</b>	<b>63.129</b>	<b>74.501</b>	<b>76.753</b>

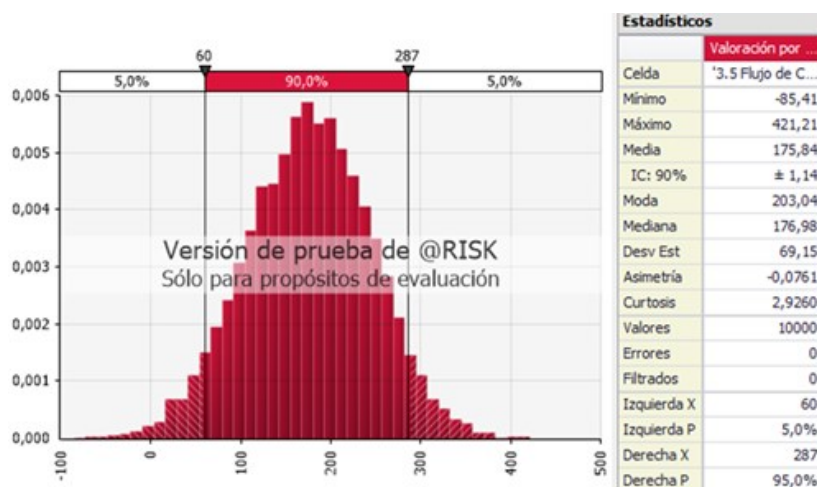
Valor presente del FCL	\$ 336.737	34 %	
Valor de continuidad	\$ 667.182	66 %	\$ 1.087.000
<b>Valor de las operaciones del negocio</b>	<b>\$ 1.003.919</b>		
+ Efectivo	\$ 486.481		
– Obligaciones financieras	\$ 749.198		
<b>Valor patrimonio estimado</b>	<b>\$ 741.202</b>		
Acciones en circulación	3.550.553.412		
<b>Valor por acción</b>	<b>\$ 209</b>		

Cifras en COP millones.

Fuente: elaboración de los autores.

Posteriormente se realizó la validación del precio de la acción mediante simulaciones a través del programa @risk. Para tal efecto se definieron las siguientes variables *input*: ingresos, CAPEX/ingreso, KTNO (capital de trabajo neto operativo), inflación de Colombia y de Estados Unidos, tasa de crecimiento a perpetuidad (*g*) y WACC, con 10.000 interacciones y un nivel de confianza del 90 %. El rango de precios obtenido fue de COP 60,00 y 287,00, con una media de COP 176,98 [Figura 2].

Figura 2. La Compañía. Simulación del rango de precio de la acción (I)

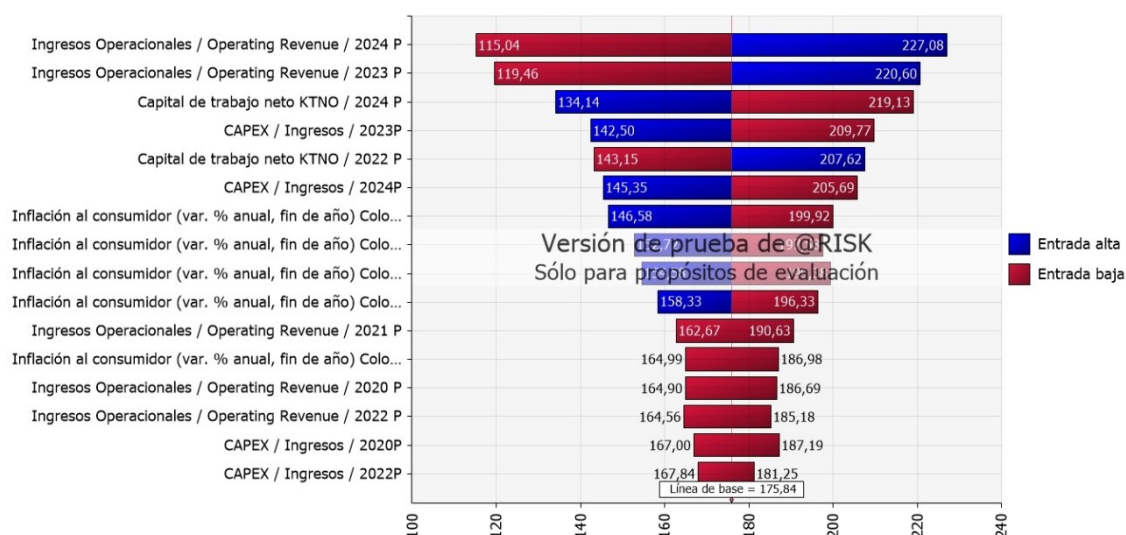


Fuente: elaboración de los autores a partir de @risk.

<sup>8</sup> Fuente: T. Koller, M. Goedhart y D. Wessels (2010). *Valuation: Measuring and managing the values of companies* (5.ª ed.). Ciudad de Nueva York, NY: McKinsey & Company.

A partir de las variables definidas como *inputs*, se elaboró un análisis de sensibilidad para el horizonte de tiempo establecido en la valoración (2020-2024), identificando el impacto de cada una sobre el precio de la acción. Se seleccionó el gráfico de tornado para presentar el efecto que genera la variación de cada una de las variables definidas sobre el precio de la acción, asumiendo que el resto de los supuestos se mantienen iguales, siendo los ingresos operacionales de los años 2023 y 2024 los que producen un mayor impacto sobre la valoración [Figura 3].

Figura 3. La Compañía. Análisis de sensibilidad de las principales variables: (II)



Fuente: elaboración de los autores a partir de @risk.

Asimismo se realizó el análisis por múltiplos con sus principales pares del sector en los países de Sur América, utilizando los ratios P/S (*price to sales*, precio a las ventas), P/E (*price to earnings*, precio a las ganancias), EV/ EBITDA (*enterprise value*, valor de la empresa/EBITDA), P/BV (*price to book value*, precio al valor contable), EBITDA, ROE (*return on equity*, rentabilidad financiera) y EV/NOPLAT, que indica que la Compañía está por debajo del promedio del sector y demuestra que la acción tendría un potencial de valoración en el futuro [Tabla 3 y Tabla 4].

Tabla 3. La Compañía. Valoración por múltiplos

Compañía	Nombre	Market Cap Cifras en millones COP	P/S	P/E	EV/EBITDA	P/BV	EBITDA	ROE	EV/NOPLAT
			2020	2020	2020	2020	2020	2020	2020
ETB	EMPRESA DE TELECOM DE BOGOTA	742,065,660	0.46	10.33	2.28	0.36	215,563	4.63	-3.77
ENTEL	EMPRESA NACIONAL DE TELECOM	7,493,670,150	0.8	11.13	6.01	0.94	767,489	8.51	21.47
VVT4	TELEFONICA BRASIL S.A.-PREF	56,767,718,050	1.97	18.54	5.01	1.24	3,148,451	2.76	49.30
TIMP3	TIM PARTICIPACOES SA	24,114,842,720	2.19	18.71	5.31	1.64	1,373,009	16.56	27.42
AMXL	AMERICA MOVIL SAB DE C-SER L	158,514,806,720	0.94	37.67	5.67	5.08	13,923,058	3.49	16.26
Promedio			1.65	21.51	5.50	2.23	4,803,002	7.83	28.61
Mínimo			0.80	11.13	5.01	0.94	767,489	2.76	16.26
Máximo			2.19	37.67	6.01	5.08	13,923,058	16.56	49.30

Fuente: elaboración de los autores a partir de Bloomberg (s. f.) e Investing.com (s. f.).<sup>9</sup>

Para el año 2020 el ratio EV/NOPLAT no aplica para ETB, porque durante el año 2019 y en lo corrido del año 2020 la compañía ha generado un NOPLAT negativo.

Tabla 4. La Compañía. Precio de la acción por múltiplos

	Mínimo	Promedio	Máximo
Ventas netas por acción [COP]	405,10	405,10	405,10
Valoración por P/S	0,8	1,7	2,2
<b>Valor ETB por P/S [COP]</b>	<b>324,12</b>	<b>669,84</b>	<b>887,27</b>
Utilidad neta por acción [COP]	22,20	22,20	22,20
Valoración por P/E	11,1	21,5	37,7
<b>Valor ETB por P/E [COP]</b>	<b>247,59</b>	<b>478,56</b>	<b>837,99</b>
Valoración por EV/EBITDA	5,0	5,5	6,0
<b>Valor ETB por EV/EBITDA [COP]</b>	<b>551,36</b>	<b>612,52</b>	<b>676,18</b>
Patrimonio contable por acción [COP]	583,90	583,90	583,90
Valoración por P/BV	0,9	2,2	5,1
<b>Valor ETB por P/BV [COP]</b>	<b>548,87</b>	<b>1.299,19</b>	<b>2.966,24</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de Bloomberg (s. f.) e Investing.com (s. f.).<sup>10</sup>

De acuerdo con el valor promedio, resultante de los múltiplos calculados para compañías del mismo sector, el precio de la acción se encuentra entre un rango de COP 479 y 1.299, mostrando un importante potencial de valoración. El promedio de ingresos anuales por usuario en la Compañía en 2019 fue de COP 1,75 millones frente a COP 2,75 millones generados por el sector durante el sector en 2018,<sup>11</sup> hecho que reafirma la oportunidad de crecimiento que ella tiene dentro del sector.

<sup>9</sup> Fuentes: Bloomberg (s. f.). *Sector Performance* [en línea]. Disponible en <https://www.bloomberg.com/markets/sectors>; Investing.com (s. f.). *ETB gráficos streaming* [en línea]. Disponible en <https://es.investing.com/equities/etb-chart>

<sup>10</sup> *Ibíd.*

<sup>11</sup> Fuente: Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones, CRC (2019). *Reporte de industria de los sectores TIC y postal 2018* [en línea, agosto]. Disponible en

Para la proyección de los datos macroeconómicos se definieron tres escenarios: pesimista, optimista y un escenario base. Las sensibilidades en cada uno de estos escenarios se presentan en las Tablas 5 a 10.

Tabla 5. La Compañía. Proyecciones macroeconómicas. Escenario pesimista

Proyecciones Macroeconómicas	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Crecimiento del PIB (var. % anual)	-5.77%	1.63%	1.53%	1.53%	1.73%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	20.52%	19.70%	16.50%	16.10%	15.60%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) Colombia	2.28%	3.28%	3.58%	3.58%	3.28%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) USA	0.60%	1.90%	2.20%	2.10%	1.90%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	1.50%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	4,085.50	3,984.50	4,060.50	3,897.50	3,852.50
Devaluación nominal (% promedio año)	24.47%	-2.47%	1.91%	-4.01%	-1.15%

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 6. La Compañía. Análisis de sensibilidad WACC (g). Escenario pesimista

		Gradiente de crecimiento g					
		0,00 %	0,10 %	0,35 %	0,60 %	0,85 %	1,10 %
WACC	9,06 %	199	201	207	213	220	227
	10,06 %	178	180	184	189	194	200
	11,06 %	161	162	166	170	174	178
	12,06 %	146	148	151	154	157	161
	13,06 %	134	135	138	141	143	146

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 7. La Compañía. Proyecciones macroeconómicas. Escenario base

Proyecciones Macroeconómicas	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Crecimiento del PIB (var. % anual)	-4.60%	2.80%	2.70%	2.70%	2.90%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	18.45%	16.30%	13.10%	12.70%	12.20%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) Colombia	2.00%	3.00%	3.30%	3.30%	3.00%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) USA	0.50%	1.80%	2.10%	2.00%	1.80%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	1.56%	1.56%	1.81%	2.06%	2.31%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	3,874.00	3,773.00	3,849.00	3,686.00	3,641.00
Devaluación nominal (% promedio año)	18.02%	-2.61%	2.01%	-4.23%	-1.22%

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 8. La Compañía. Análisis de sensibilidad WACC (g). Escenario base

		Gradiente de crecimiento g					
		0,00 %	0,16 %	0,41 %	0,66 %	0,91 %	1,16 %
WACC	8,95 %	252	256	263	270	278	286
	9,95 %	226	230	235	241	247	254
	10,95 %	206	209	213	218	223	228
	12,20 %	189	191	195	199	203	207
	13,20 %	175	177	180	183	186	190

Fuente: elaboración de los autores.

<https://www.crcm.gov.co/uploads/images/noticia/REPORTE%20DE%20INDUSTRIA%20final%20DEFINITIVA.pdf>

Tabla 9. La Compañía. Proyecciones macroeconómicas. Escenario optimista

Proyecciones Macroeconómicas	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Crecimiento del PIB (var. % anual)	-3.60%	3.80%	3.70%	3.70%	3.90%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	17.15%	13.90%	10.70%	10.30%	9.80%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) Colombia	1.35%	2.35%	2.65%	2.65%	2.35%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año) USA	0.80%	2.10%	2.40%	2.30%	2.10%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	1.63%	1.63%	1.88%	2.13%	2.38%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	3,609.00	3,508.00	3,584.00	3,421.00	3,376.00
Devaluación nominal (% promedio año)	9.95%	-2.80%	2.17%	-4.55%	-1.32%

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 10. La Compañía. Análisis de sensibilidad WACC (g). Escenario optimista

		Gradiente de crecimiento g					
		0,00 %	0,30 %	0,55 %	0,80 %	1,05 %	1,30 %
WACC	8,35 %	323	333	343	353	364	376
	9,35 %	289	298	305	313	322	331
	10,35 %	262	269	275	282	288	295
	11,35 %	240	246	251	256	261	267
	12,35 %	222	226	230	235	239	244

Fuente: elaboración de los autores.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Las empresas de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC), son proveedoras del servicio de telefonía fija y móvil, internet, datos y televisión. A partir de la transformación digital conocida como “4G” se promovió un cambio en la era de las comunicaciones en los ámbitos de las empresas, los países, los gobiernos, la academia, la sociedad y los individuos. Para el año en curso (2020) se está considerando un plan de ejecución para realizar pruebas piloto de las tecnologías 5G en Colombia,<sup>12</sup> con las que se pretende seguir transformando el país a través de nuevos desarrollos tecnológicos que ayuden a mejorar su productividad y competitividad.

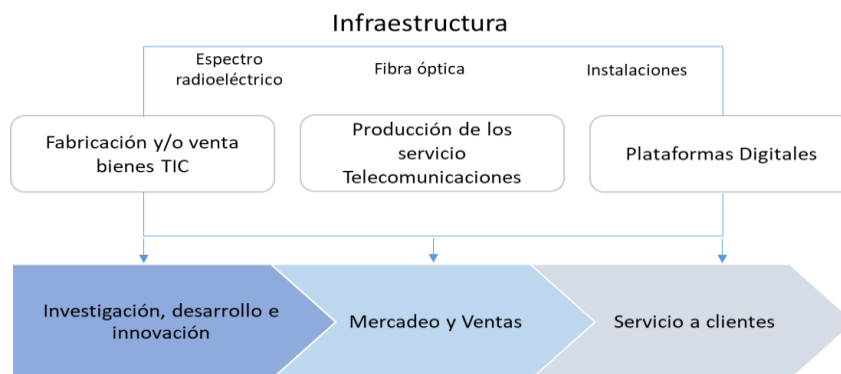
Considerando la evolución y los desafíos tecnológicos en el sector, se requieren inversiones para el desarrollo de la infraestructura y la seguridad digitales, al igual que un marco regulatorio para el acceso a las redes de

<sup>12</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de Información y las Comunicaciones (2019). *Plan 5G Colombia. El futuro digital es de todos* [en línea, diciembre]. Disponible en [https://www.mintic.gov.co/portal/604/articles-118058\\_plan\\_5g\\_2019120.pdf](https://www.mintic.gov.co/portal/604/articles-118058_plan_5g_2019120.pdf)

cobertura. Así, para explicar su cadena de valor se debe hablar primero del transporte de la información –que hace referencia al espectro radioeléctrico–, que permite la transmisión de las ondas (radio, televisión, telefonía móvil, internet) y de la fibra óptica, que es el medio utilizado para remitir una cantidad de información en un período determinado.

Los otros componentes son la fabricación de bienes TIC (computadores, cámaras, aparatos de recepción de la voz, entre otros), la producción de servicios (telefonía móvil, radio, televisión, transmisión de datos) y las plataformas digitales (creación de contenidos para transmisión *online*) [Figura 4].

Figura 4. Cadena de valor del sector de las TIC



Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones, CRC (2010).<sup>13</sup>

En relación al marco de regulación, se aprobó la Ley 1978 de 2019 de modernización del sector de las TIC, a fin de tener una mayor transparencia, avanzar en una sociedad digital y reducir en gran medida la brecha de conectividad. Dicho marco tiene como objetivo la protección de los usuarios que tengan acceso a cualquier servicio de internet, telefonía fija y móvil, y radio y televisión, definiendo sus derechos y responsabilidades, para que puedan, a través de la Superintendencia de Industria y Comercio, atender las quejas y reclamos y velar por el cumplimiento de sus derechos, la administración del

<sup>13</sup> Fuente: Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones, CRC (2010). La cadena de valor ampliada del sector de las TIC. Capítulo 5 en *Análisis del sector TIC en Colombia: evolución y desafíos*. [en línea, diciembre]. Disponible en [https://www.crcm.gov.co/recursos\\_user/Documentos\\_CRC\\_2011/Actividades%20Regulatorias/AgendaRegulatoria/2011/DocumentoAnalisisIndustria.pdf](https://www.crcm.gov.co/recursos_user/Documentos_CRC_2011/Actividades%20Regulatorias/AgendaRegulatoria/2011/DocumentoAnalisisIndustria.pdf)

espectro radioeléctrico y la garantía de los contenidos de televisión y radio públicos.<sup>14</sup>

## Contexto del mercado de las TIC

### Voz y datos

A partir del Plan Nacional de Desarrollo 2014- 2018, “Todos por un nuevo país”,<sup>15</sup> cada vez más lugares y espacios públicos son zonas digitales con acceso a internet móvil y conexión a herramientas tecnológicas –programas o aplicaciones–. El servicio de internet móvil por suscripción presentó un incremento del 8 % en el período 2018-2019, manteniéndose en su promedio del 7 %.<sup>16</sup> La participación de la Compañía en este segmento es del 0,6 % [Tabla 12].

Tabla 12. Colombia. Número de líneas de servicio de telefonía móvil por operador (2015-2019)

Operador	2015	2016	2017	2018	2019	Variación 2018 - 2019	Participación 2019
Comcel	28.973.124	28.953.884	29.352.831	29.680.853	31.000.000	▲ 4,4%	47,5%
Movistar	12.896.444	13.725.271	14.590.555	15.716.216	16.000.000	▲ 1,8%	24,5%
Tigo	10.914.038	10.279.203	11.441.311	11.812.492	11.000.000	▼ -6,9%	16,9%
Virgin	2.257.434	2.481.579	2.803.168	2.687.737	2.800.000	▲ 4,2%	4,3%
Éxito	707.700	1.153.287	1.359.363	1.350.267	1.200.000	▼ -11,1%	1,8%
Avantel	696.917	1.205.322	1.982.424	2.221.618	2.400.000	▲ 8,0%	3,7%
ETB	390.171	689.811	594.725	486.397	420.000	▼ -13,7%	0,6%
Uff Movil	190.413	104.785	97.634				0,0%
UNE-EPM	301.229	91.782	-				0,0%
Suma Movil				2.460	3.700	▲ 50,4%	0,0%
Logistica Flash Colombia				555.937	450.000	▼ -19,1%	0,7%
<b>Total</b>	<b>57.327.470</b>	<b>58.684.924</b>	<b>62.222.011</b>	<b>64.513.977</b>	<b>65.273.700</b>	<b>▲ 1,2%</b>	<b>100,0%</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020).<sup>17</sup>

Para 2014, la Compañía era el nuevo operador móvil del país, y su estrategia de mercado era ofrecer la tarifa por segundo más baja (COP 3,00) sin distinguir de operador ni número de prefijo, aprovechando la cobertura de las 4G. Aunque se ve una tendencia al alza, no se ha logrado el alcance de las metas mínimas en

<sup>14</sup> Fuente: Colombia, Congreso de la República (2019). Ley 1978. Disponible en <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=98210>

<sup>15</sup> Fuente: Colombia, Congreso de la República (2018). Ley 1753. Bogotá: Diario Oficial 49.538. Disponible en <https://www.sic.gov.co/sites/default/files/documentos/LEY-1753-15%20Plan%20Nacional%20de%20Desarrollo%202014%20-%202018.pdf>

<sup>16</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020). Boletín trimestral del sector TIC – Cifras cuarto trimestre de 2019 [en línea, 24 de abril]. Disponible en <https://colombiatic.mintic.gov.co/679/w3-article-135691.html>

<sup>17</sup> *Ibid.*

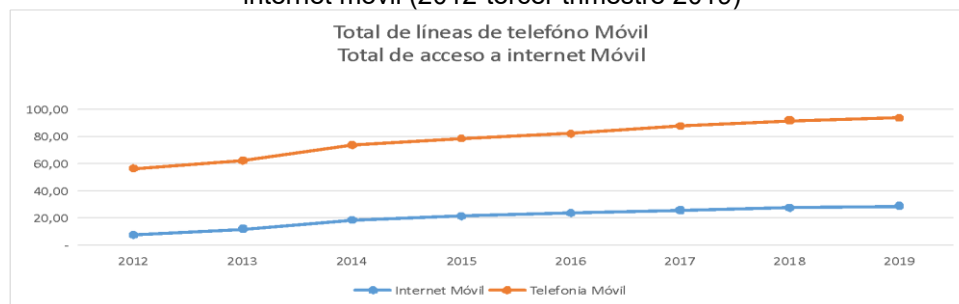
este negocio. Adicionalmente se ha restringido la venta de nuevas líneas durante el tiempo de confinamiento causado por la COVID-19 [Tabla 13 y Figura 5].<sup>18</sup>

Tabla 13. Colombia. Total de las líneas de teléfono móvil frente al total del acceso a internet móvil (2012-2019)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internet Móvil	7,50	11,90	18,60	21,30	23,70	25,80	27,60	28,90
Telefonía Móvil	49,10	50,30	55,30	57,30	58,70	62,20	64,51	65,10

Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020).<sup>19</sup>

Figura 5. Colombia. Relación de las líneas de teléfono móvil frente a las líneas de acceso a internet móvil (2012-tercer trimestre 2019)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020).<sup>20</sup>

### Telefonía fija

Según cifras del Ministerio de la Información y las Comunicaciones de Colombia, el número de líneas de telefonía fija al término de 2019 fue de 7.012 millones, con un incremento de 38.000 líneas con respecto a 2018. La Compañía atiende un total de un millón de líneas de telefonía fija [Figura 6].<sup>21</sup>

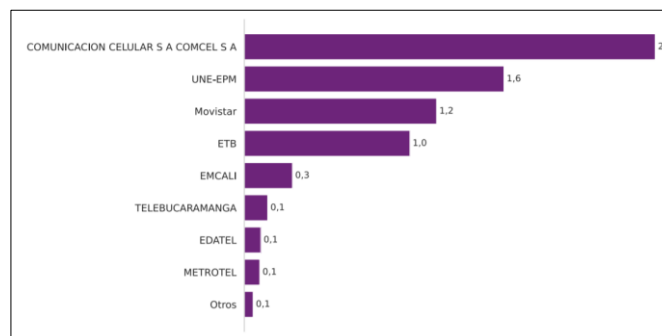
<sup>18</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A., E. S. P. (2020). *Presentación de resultados 2T 2020* [en línea, 21 de agosto]. Disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/2020-08-21-16-52-25-Presentacion3b3n-de-Resultados-2T20---Definitiva.pdf>

<sup>19</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020). *Boletín trimestral del sector TIC – Cifras cuarto trimestre de 2019* [en línea, 24 de abril]. Disponible en <https://colombiatic.mintic.gov.co/679/w3-article-135691.html>

<sup>20</sup> *Ibíd.*

<sup>21</sup> *Ibíd.*

Figura 6. Colombia. Número de líneas telefónicas fijas (2019)



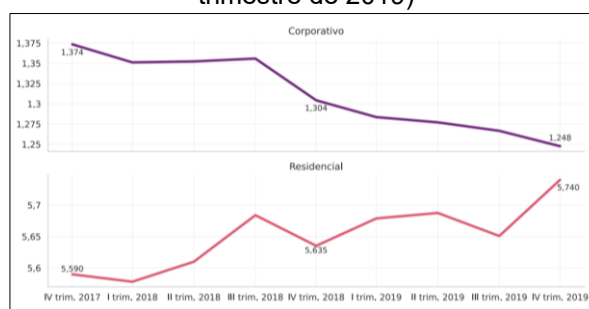
Cifras en millones de líneas.

Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020).<sup>22</sup>

La apertura de nuevas tecnologías de comunicación obligó a la Compañía a pasar de ser una empresa enfocada en la telefonía fija a incursionar en otras líneas de negocios: fibra óptica, datos, voz y televisión, debido a que, principalmente, la mayor parte del porcentaje de sus ingresos dependían del cobre. Según las cifras reportadas por la Compañía, sus ingresos pasaron del 41 % en 2018 al 31 % en 2019.<sup>23</sup>

El segmento corporativo tuvo una disminución de las 56 líneas telefónicas, mientras que el segmento residencial tuvo un aumento de 105, señal clara de que las empresas están utilizando otros canales de comunicación [Figura 7].

Figura 7. Colombia. Líneas de telefonía fija por segmento (cuarto trimestre de 2017-cuarto trimestre de 2019)



Cifras en COP millones.

Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A., E. S. P. (2020).<sup>24</sup>

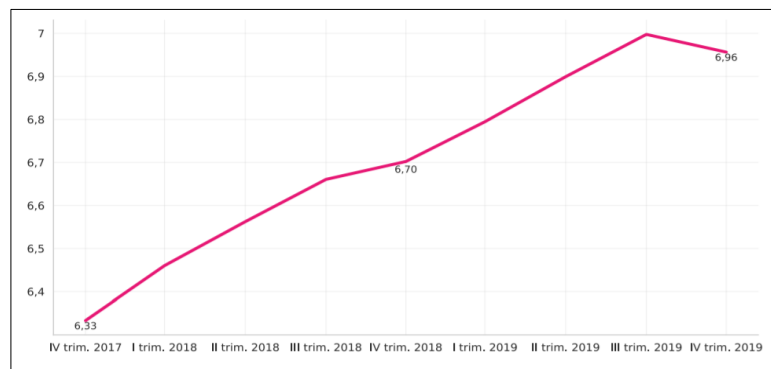
<sup>22</sup> *Ibid.*

<sup>23</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A., E. S. P. (2020). *Presentación de resultados 2T 2020* [en línea, 21 de agosto]. Disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/2020-08-21-16-52-25-Presentacion3b3n-de-Resultados-2T20---Definitiva.pdf> Información tomada de la presentación de resultados 2T 2020

### Internet hogar

El desarrollo de las redes 4G y, ahora, de las 5G ha permitido que los operadores de telecomunicaciones transformaran los servicios tradicionales en tecnologías que revolucionaron la industria. En un informe de MinTIC se observa la tendencia de crecimiento, que pasó de 6,33 millones de personas con acceso a internet en 2017 a 6,96 millones de conectados para 2019, lo que implica un incremento del 10 % de usuarios [Figura 8].<sup>25</sup>

Figura 8. Colombia. Acceso a internet (cuarto trimestre 2017-cuarto trimestre 2019)



Cifras en COP millones.

Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020).<sup>26</sup>

“Colombia tiene las condiciones para impulsar la 5G”. Este pronunciamiento de la Comisión de Regulación de Colombia (CRC) da a entender que se cuenta con el marco regulatorio requerido para impulsar y adoptar esta tecnología.<sup>27</sup> Por su parte, el informe de Global Mobile Suppliers Association (GSA) estima que la tecnología 5G representará en cinco años cerca de 1.800 millones de conexiones a nivel global.<sup>28</sup>

<sup>24</sup> *Ibid.*

<sup>25</sup> Fuente: Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020). *Boletín trimestral del sector TIC – Cifras cuarto trimestre de 2019* [en línea, 24 de abril]. Disponible en <https://colombiatic.mintic.gov.co/679/w3-article-135691.html>

<sup>26</sup> *Ibid.*

<sup>27</sup> Fuente: Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones (2020). *Colombia cuenta con las condiciones regulatorias para favorecer la adopción de la tecnología 5G* [en línea, 28 de mayo]. Disponible en <https://www.crcm.gov.co/es/noticia/colombia-cuenta-con-las-condiciones-regulatorias-para-impulsar-la-adopci-n-de-la-tecnolog-a-5g>

<sup>28</sup> Fuente: Global Mobile Suppliers Association, GSA (2019). *The 5G Guide. A reference for operators* [en línea, abril]. Disponible en [https://www.gsma.com/wp-content/uploads/2019/04/The-5G-Guide\\_GSMA\\_2019\\_04\\_29\\_compressed.pdf](https://www.gsma.com/wp-content/uploads/2019/04/The-5G-Guide_GSMA_2019_04_29_compressed.pdf)

Según Sergio González, presidente de la Compañía, con el fin de llegar a más de un millón de hogares capitalinos con los más altos estándares de acceso de banda ancha, la fibra óptica se ampliará al 90 %; cabe anotar que la meta inicial era del 75 %.<sup>29</sup>

### Televisión

Según un reporte de la Autoridad Nacional de Televisión (ANTV), para el primer trimestre de 2019 la cobertura de televisión pública era del 87,87% y la de la privada del 97,71%; el total de suscriptores por satélite era de 1.161.004; el de cable, de 572.732; y el de los asociados a la televisión comunitaria, de 180.765.<sup>30</sup>

En el segmento de la televisión, según las cifras presentas en el documento *Presentación de resultados 2T 2020*, la Compañía está recuperando la cantidad de clientes que tenía en 2018 (130 millones); adicionalmente, en relación con el cuarto trimestre de 2017, aumentó este número en el 3,5 %.<sup>31</sup>

### Análisis de Porter

En la industria, las grandes inversiones en infraestructura y en los estándares de precio/calidad son los mínimos requeridos por un operador de telecomunicaciones para entrar y competir en el mercado; en los últimos cinco años la evolución en las telecomunicaciones ha ocasionado que aquellas empresas que no cuenten con la capacidad de liquidez requerida ofrecerán un servicio ineficiente y no tendrán ventajas frente a su competencia. Es así como para completar la identificación de las oportunidades y amenazas de la Compañía se presenta a continuación la revisión de las cinco fuerzas de Porter.

---

<sup>29</sup> Fuente: El Tiempo (2020). ETB ampliará al 90 % la cobertura de fibra óptica. *El Tiempo* [en línea, 8 de julio]. Disponible en <https://www.eltiempo.com/bogota/telecomunicaciones-en-bogota-etb-ampliará-al-90-la-cobertura-de-fibra-optica-515316#:~:text=En%20vivo%3A%20la%20ETB%20incursionar%C3%A1,en%20esta%20%C3%A9poca%20de%20cuarentena>.

<sup>30</sup> Fuente: Colombia, Autoridad Nacional de Televisión, ANTV (s. f.). *Infografía cifras y estadísticas 2019* [en línea]. Disponible por descarga en [https://www.antv.gov.co/ANTV\\_GOV/HTML/CIFRAS\\_Y.HTM](https://www.antv.gov.co/ANTV_GOV/HTML/CIFRAS_Y.HTM)

<sup>31</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A., E. S. P. (2020). *Presentación de resultados 2T 2020* [en línea, 21 de agosto]. Disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/2020-08-21-16-52-25-Presentacion3b3n-de-Resultados-2T20---Definitiva.pdf> Información tomada de la presentación de resultados 2T 2020

- *Rivalidad entre las empresas establecidas del sector*

El ingreso de nuevos competidores beneficia a los consumidores finales, ya que se aseguran precios, productos y servicios justos. Pero para competir tienen que fijar precios bajos y desarrollar nuevos productos en el menor tiempo.

- *Poder de negociación con los compradores*

Una de las estrategias corporativas principales es la de aumentar la participación del mercado, por lo cual las empresas están dispuestas a reducir los precios para conservar y también aumentar la cantidad de clientes. Los consumidores finales evalúan todo el tiempo la calidad/rendimiento del servicio para elegir el mejor proveedor.

- *Poder de negociación de los proveedores*

Las pequeñas y medianas empresas que hacen parte del sector utilizan alianzas estratégicas para mejorar su desempeño financiero; así logran que los consumidores pueden utilizar un servicio en particular o un paquete de ellos –internet, voz, telefonía fija– según sus necesidades.

- *Riesgo de entrada de los competidores potenciales*

Algunas de las ventajas de los nuevos competidores son las siguientes: exceso de liquidez, capacidad de endeudamiento, capacidad instalada y creación de alianzas estratégicas para acceder a los canales de distribución. Esto hace que se limite el acceso de cobertura y se disminuya el control del mercado.

- *Amenazas de sustitutos*

A medida que la evolución tecnológica avanza llegan también cambios de cultura y paradigmas que demandan nuevos desarrollos de productos y servicios. La sociedad cada día es más dependiente del mundo digital para desempeñar sus diferentes roles. En la medida que las empresas generen un modelo de negocio eficaz para ajustarse a las condiciones de la industria, podrán crecer con rapidez.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### *Historia y localización*<sup>32</sup>

En 1884, la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB), en ese entonces uno de los proveedores más importantes de líneas telefónicas con servicio exclusivo para el Gobierno, decidió diversificar y ampliar su cobertura al comercio y las viviendas particulares. Muy pronto comenzó a instalar los teléfonos públicos monederos en la ciudad e inició los servicios de larga distancia.

Para mediados de 1998, la Compañía se convirtió en una sociedad por acciones de capital mixto, lo que le permitió continuar con la ampliación de la línea de sus productos. En 2003 incursionó en el mercado de los teléfonos móviles, dada la licencia PCS otorgada por el Ministerio de Comunicaciones, y para ese mismo año ingresó al negocio de los centros de contacto telefónico a través de una alianza comercial con la compañía Contact Center Américas.

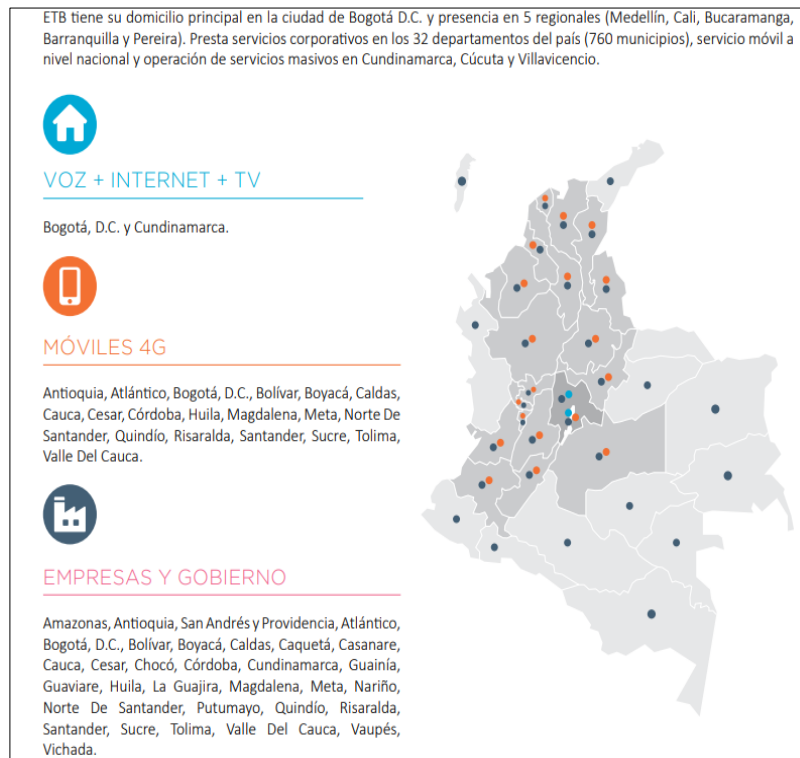
Con el fin de seguir posicionando la marca en el mercado, para 2011 cambió su imagen corporativa con el eslogan “Inspírate”, donde la movilidad y la experiencia para sus clientes en sus servicios eran el principal objetivo. Así, en septiembre de 2012 lanzó su plan estratégico corporativo integrado por seis programas: servicios N Play, wifi, excelencia en el servicio, gestión estratégica del cliente, ETB Móvil (4G) y potencialización de las regionales.

Para continuar con su plan estratégico, en 2013 inició la instalación de la red de fibra óptica en Bogotá. En la actualidad cuenta con más de 500.000 hogares y 5.000 conectados. Para este mismo año logró, en unión temporal con Colombia Móvil Tigo, la licencia para operar la tecnología 4G en el país. En 2014 lanzó el servicio de televisión interactiva digital y de telefonía móvil 4G. A partir de ese momento se convirtió en la primera ciudad del país donde la Compañía abrió canales propios para ofrecer su nuevo portafolio de servicios de voz y datos “móviles 4G ETB”; además, su expansión comercial llegó a Barranquilla, Cartagena, Santa Marta, Medellín, Bucaramanga y Cúcuta [Figura 9].

---

<sup>32</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S. A., E. S. P. (s. f.). *Infografía historia de ETB* [en línea]. Disponible en <https://etb.com/corporativo/Sobre-ETB>

Figura 9. La Compañía. Localización de sus clientes y servicios



Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2019: 54).<sup>33</sup>

### Infraestructura

Durante 2018, la Compañía ha ampliado su infraestructura para mejorar el servicio de sus productos de línea básica, banda ancha y televisión.

- Ampliación de los puertos POTS, xDSL y combo (POTS & VDSL2) para atención de la demanda comercial en los productos de línea básica, banda ancha y televisión en las zonas cobre (LB - BA) y FTTC (trío).
- Implementación de soluciones técnicas: proyecto de liberación /optimización de los nodos que permite ampliar la capacidad de la red para la atención de la demanda comercial en los productos de línea básica y banda ancha en las zonas cobre (LB-BA), más la atención de las necesidades de liberación de los nodos solicitados por la gerencia

<sup>33</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2019). *Reporte integrado 2018, ETB* [en línea]. Disponible en <https://etb.com/transparencia/documents/Reporte-integrado-2018.pdf> Reporte integrado

administrativa.

- Para 2019 amplió la cobertura en FTTH y FTTC, a fin de expandir la red de conexión a más hogares y la implementación del servicio para los estratos 1 y 2 [Tabla 14].<sup>34</sup>

Tabla 14. La Compañía. Infraestructura

 HOGARES	FTTH	FTTC
PASADOS*	1.344.414	441.153
CONECTABLES*	1.010.978	388.242
CONECTADOS**	257.586	111.312

Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2019).<sup>35</sup>

### *Información del management (ejecutivos claves)*

La alcaldía de Bogotá designó a Sergio González como el nuevo presidente de la Compañía. González, un economista, tiene una larga trayectoria en el sector: fue vicepresidente de estrategia y desarrollo de negocio entre 2012 y 2014, trabajó en Telecom como coordinador de planeación estratégica y corporativa, se desempeñó en Telefónica como gerente de sinergias y también como vicepresidente de desarrollo de nuevos negocios para Latinoamérica en ZTE.

<sup>34</sup> *Ibíd*, p. 85.

<sup>35</sup> *Ibíd*, p. 85.

**Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas**

Tabla 15. Matriz FODA

Fortalezas	Oportunidades
Infraestructura para la prestación de sus líneas de negocio ya establecida.	Expansión regional de sus productos y servicios.
Trayectoria de la compañía en el mercado.	Mejora a través de su enfoque estratégico la experiencia del servicio para incrementar la cantidad de clientes (mayor porcentaje de participación).
Inversión en infraestructura (fibra óptica) y nuevas líneas de negocio.	Desarrollo de nuevos proyectos de conectividad para la modernización de movilidad, seguridad y conexión a estratos bajos.
Implementación de prácticas sostenibles.	
Debilidades	Amenazas
Capacidad limitada para expansión en el mercado (austeridad).	Competencia nacional e internacional.
Deterioro de sus indicadores financieros.	Rápida evolución y oferta de servicios por parte de sus competidores.
Bajo esfuerzo comercial para explorar las inversiones actuales.	Cuantiosas inversiones en CAPEX.
Falta de acceso economías de escala.	Cambios regulatorios y tecnológicos.
Ausencia de habilidades flexibles e innovadoras para responder al mercado.	Limitación en licencias o subastas por capital.

Fuente: elaboración de los autores.

**Productos y servicios**

Hoy día, la Compañía ha convertido su portafolio de productos y servicios alineándolo con su misión: “Soluciones integrales de tecnologías de información y comunicaciones que satisfacen a nuestros clientes y contribuyen al fortalecimiento de la sociedad de la información, en el marco de la responsabilidad social corporativa”, los clientes pueden obtener un paquete de productos o combinarlos según sus necesidades específicas:

- Voz
- Internet
- Datos
- Seguridad
- *Data Center*
- Soluciones TI
- *Carrier*
- Soluciones móviles 4G

Estos productos están asociados a los segmentos personas, hogares, negocios, empresas y Gobierno.

### *Estrategia*

La Compañía emprendió el plan de desarrollo 2016-2020, con el objetivo de proveer salud, educación y obras de infraestructura para atender las necesidades de una mega urbe.

Para 2019, redefinió su enfoque estratégico VAS (ventas, austeridad y servicio) a VES (ventas, eficiencia y servicio), que engloba la visión integral de la estrategia y la concentra en los tres objetivos siguientes:

- Ventas: mantener un ingreso sostenible, competitividad comercial y desarrollar nuevos productos (capturar y retener).
- Eficiencia: monetizar las inversiones anteriores, racionalizar las inversiones nuevas y mantener la sostenibilidad financiera.
- Servicio: generar valor al consumidor.

Sergio González afirmó que no pondrá en venta la Compañía, sino que dentro de sus planes estratégicos está potencializar los negocios existentes e incursionar en nuevos negocios, principalmente aquellos relacionados con la fibra óptica.<sup>36</sup>

El planteamiento de sus estrategias corporativas está enfocado en cuatro pilares: potencializar los negocios actuales, mejorar la experiencia del cliente, monetizar la fibra óptica y liderar la transformación digital en Colombia; bajo estas premisas se buscaría conectar a más personas a través de los medios digitales.

- 1) Potencializar los negocios actuales: la Compañía ofrece conexiones de banda ancha y ultrabanda ancha, que tiene la capacidad de llegar a los 300 megas.
- 2) Mejorar la experiencia del cliente: alcanzar las expectativas y necesidades del mercado y vincularlo a la atención de los medios digitales.
- 3) Monetizar la fibra óptica.

---

<sup>36</sup> Fuente: El Tiempo (2020). ETB quiere ser el aliado para una Bogotá inteligente. *El Tiempo* [en línea, 16 de marzo]. Disponible en <https://www.eltiempo.com/bogota/entrevista-con-sergio-gonzalez-nuevo-presidente-de-la-etb-473686>

- 4) Transformación digital en Colombia: a través de la masificación de las TIC, que promueve el desarrollo social, y la inclusión de nuevas tecnologías mediante la conexión de internet a las diferentes localidades de Bogotá.

### *Desarrollos recientes*

Impulsado por el rápido crecimiento del sector y por la necesidad de avanzar hacia una ciudad digital, la Compañía ha sido el aliado estratégico para estos proyectos aportando sus redes, productos y experiencia en integrar soluciones tecnológicas. Como socio del Distrito Capital ha ejecutado importantes iniciativas como *Bogotá Más Segura*, donde se conectaron 4.100 cámaras que conformarán el más grande sistema de video-vigilancia ciudadana del país. Asimismo, como el integrador en la modernización del sistema de atención de emergencias de Bogotá NUSE 1 2 3, que en 2020 dejará un rezago tecnológico histórico para convertirse en el más moderno de América Latina.

### *Análisis de los competidores*

La Compañía compite en la industria de telecomunicaciones con compañías como Claro, Movistar y Tigo-Une. Estas, a través de los años, han logrado un alto nivel de competitividad frente a sus rivales y el entorno.

En la industria de las telecomunicaciones, una de las medidas que determina la rentabilidad de una empresa es el número de clientes a quienes presta el servicio; conseguir un nuevo cliente o recuperarlo es incurrir en costos de adquisición de usuarios.

Al 31 de diciembre de 2019, de acuerdo con el reporte de industria de los sectores TIC y postal 2019, el 93,1 % de los accesos a internet móvil estaba concentrado en tres operadores; Claro, Tigo y Movistar, quienes son los operadores con más participación en el mercado de los servicios TIC [Tabla 16].

Tabla 16. Evolución de la participación de los operadores en los servicios TIC, según ingresos 2018-2019

Servicio	Internet fijo		Telefonía fija		TV suscripción		Internet móvil		Telefonía móvil	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
<b>Claro</b>	26,0%	27,3%	30,4%	23,5%	36,0%	37,7%	54,7%	59,1%	56,7%	52,7%
<b>tigo</b>	25,9%	24,1%	29,6%	18,0%	18,3%	18,2%	15,7%	14,3%	14,0%	17,0%
<b>movistar</b>	12,0%	12,0%	11,5%	16,2%	9,1%	8,7%	23,3%	20,5%	20,9%	20,6%
<b>DIRECTV</b>	2,8%	3,0%	0,0%	0,0%	29,7%	29,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>ETB</b>	9,0%	8,3%	21,2%	14,1%	2,5%	2,4%	0,9%	0,6%	1,6%	1,5%
<b>Otros</b>	24,2%	25,3%	8,6%	28,2%	4,3%	4,0%	5,4%	5,6%	6,8%	8,2%

Fuente: Comisión de Regulación de Comunicaciones, Reporte de industria de los sectores TIC y postal 2019.<sup>37</sup>

Financieramente, la compañía Claro Colombia mantiene los indicadores de rentabilidad más altos que el resto de las compañías del sector, en donde ETB es la compañía con el margen operacional mas bajo frente a sus pares [Tabla 17].

Tabla 17. La Compañía. Evolución de los indicadores financieros de los operadores de servicios TIC

Compañía/año	Margen Operacional (Utilidad operacional/Ventas)			Margen Neto (Utilidad neta/Ventas)			Nivel de endeudamiento (Total pasivo/Total activo)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Telefónica Movistar</b>	8.28%	10.54%	9.54%	6.71%	8.48%	0.45%	48.27%	45.61%	50.19%
<b>Claro</b>	-19.80%	21.30%	20.40%	-13.20%	12.60%	9.50%	63.00%	60.00%	58.00%
<b>Tigo</b>	0.88%	6.62%	6.79%	-0.44%	1.83%	-1.25%	61.71%	60.79%	64.37%
<b>ETB</b>	-12.67%	6.93%	5.73%	-10.54%	0.05%	5.49%	54.87%	52.20%	47.70%

Fuente: elaboración de los autores.

<sup>37</sup> Fuente: Comisión de Regulación de Comunicaciones. *Reporte de industria de los sectores TIC y postal 2019*. Disponible en [https://www.postdata.gov.co/sites/default/files/Reporte\\_tic\\_postal\\_2019.pdf](https://www.postdata.gov.co/sites/default/files/Reporte_tic_postal_2019.pdf).

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

De acuerdo con el reporte integrado 2019 durante los últimos cuatro años, los principales logros obtenidos para ETB en la administración como presidente Jorge Castellanos fue:

- Realizar un cambio de enfoque estratégico de VAS (Ventas, Austeridad y Servicio) a VES (Ventas, Eficiencia y Servicio), con el fin de mejorar el uso de los recursos en el corto y mediano plazo, así como monetizar las inversiones realizadas.
- Disminución de la dependencia de servicios tradicionales reemplazados por nuevos servicios (Cobre – Fibra óptica) para responder a las necesidades del mercado.
- Implementación del nuevo modelo de cliente y desarrollo del Sistema Unificado de Medios de Atención (SUMA), para asegurar la centralización y respuesta oportuna de las solicitudes, quejas y reclamos de los clientes.
- Mayor eficiencia Financiera, a partir de una mayor rentabilidad operativa con un margen del 28% en el 2015 a 35% para el 2019, lo que conlleva a la generación de un flujo de caja positivo durante los últimos 3 años

En concordancia con lo anterior, la estrategia planteada buscaba potencializar los negocios existentes mediante la implementación de un cambio estructural y cultural de empresa, con el fin de lograr una recuperación en sus indicadores financieros.

Para Sergio Gonzalez, el nuevo presidente de ETB su ruta estratégica se basa en 4 pilares; el primero, continuar con la potencialización de los negocios actuales; lograr un servicio excepción al cliente; monetizar la fibra óptica y el cuarto, ser líder en la estrategia de transformación digital del país.

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de la Compañía se cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia, es de baja bursatilidad, tiene un total de 3.550.553.412 acciones en circulación, y cotiza dentro de las acciones del índice Colcap con el 0,074 % de participación; aproximadamente el 11,64 % de las acciones son de libre flotación en el mercado colombiano [Tabla 18].

Tabla 18. La Compañía. Estructura accionaria

Accionistas públicos	# de acciones	% de participación
Distrito Capital	3.066.154.179	86,357078
Universidad Distrital	71.011.068	2,00
Municipio de Villavicencio	757.660	0,021339
Gobernación de Meta	615.312	0,017330
Empresa de Acueducto	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 accionistas públicos</b>	<b>3.138.543.711</b>	<b>88,395902</b>
Accionistas privados	412.009.701	11,6041
<b>Total accionistas en el mercado</b>	<b>3.550.553.412</b>	<b>100</b>

Fuente: elaboración de los autores a partir de Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (s. f.).<sup>38</sup>

## Política de dividendos

La compañía no tiene establecida una política de dividendos, en donde se establezca el porcentaje de las utilidades netas que se apropiará año tras año para el pago de dividendos. En la asamblea general de accionistas, que se realiza anualmente, se define el monto a pagar por concepto de dividendos de acuerdo con los resultados financieros obtenidos durante el último periodo y las necesidades de caja de su principal accionista, el Distrito Capital.

<sup>38</sup> Fuente: Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (s. f.). *Estructura organizacional del Grupo Empresarial* [en línea]. Disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Sobre%20ETB/Vinculadas/Estructura-organizacional-grupo-empresarial.pdf>

## RIESGOS DE INVERSIÓN

### Riesgo de mercado (nacional e internacional y precio)

El precio de la acción de la Compañía ha venido decreciendo, con una desvalorización del 69 % desde 2017, cuando alcanzó su precio máximo. Una de las causas relacionadas a un sector dinámico como este es que, mientras otras empresas de comunicaciones crecen de manera rápida, la Compañía lo hace un ritmo menor que lo hace no ser competitiva, al pasar de la incursión en el mercado de la telefonía e internet móvil y la televisión digital.

### Riesgo de tipo de cambio

La Compañía realiza operaciones en moneda extranjera debido a la compra de los materiales requeridos para la infraestructura y los equipos móviles. Así, tiene cuentas de cobro y cuentas por pagar, lo que hace que tenga un riesgo a la fluctuación del cambio de tasa. En 2020, la TRM superó su precio histórico por encima de los COP 4.000, dada la contingencia asociada a la pandemia mundial de la COVID-19.

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

El desarrollo de la gestión ambiental, el plan institucional ambiental y el programa de logística de la Compañía generan conciencia sobre el uso eficiente de los recursos y el manejo correcto de los residuos, implementado prácticas sostenibles; de este modo se mitiga el riesgo asociado a la escasez de los recursos naturales.

### Riesgo operativo

La administración de riesgos de la Compañía está basada en la norma ISO31000:2018 mediante el análisis del contexto, la identificación, el análisis, la evaluación, el tratamiento y el seguimiento y control a los riesgos del proceso, los proyectos y los negocios. La Compañía utiliza la matriz de riesgos para identificar la calificación del riesgo y la evaluación de los controles para conocer el riesgo residual.

### **Riesgos financieros**

Dentro de estos se encuentran el crediticio y el de liquidez.

En relación con el primero, la Compañía ha implementado herramientas de medición para prevenir el riesgo de cartera evaluando el nivel de riesgo por cliente. En relación con el segundo, existe un comité de tesorería que monitorea permanentemente los flujos de caja, los montos de financiación y los programas de inversión para tomar decisiones. En el último trimestre de 2019, los indicadores mejoraron notablemente; por esta razón se decidió hacer un abono de COP 176.000 millones del saldo total del bono por COP 530.000 millones con vencimiento en 2023.

### **Riesgo de procesos internos**

La Compañía utiliza la metodología de dominios, cuyo objetivo es agruparlos en tres niveles: procesos estratégicos o corporativos, procesos misionales y procesos de apoyo; con este modelo se documentan, identifican y califican los riesgos asociados.

### **Riesgo sindical**

Este riesgo desestabiliza el ambiente laboral y afecta la productividad de los trabajadores. La Compañía ha desarrollado un plan de calidad de vida, a fin de ofrecer a sus trabajadores bienestar y una gestión de relaciones laborales en materia de seguridad y salud en el trabajo. Bajo estas condiciones se han logrado acuerdos con el sindicato.

### **Riesgo legal o de regulación**

Este riesgo tiene un impacto económico debido a los procesos judiciales por demandas entre los operadores –en posición de demandado o demandante– o por incumplimientos normativos impuestos por la Supersociedades.

## **EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS**

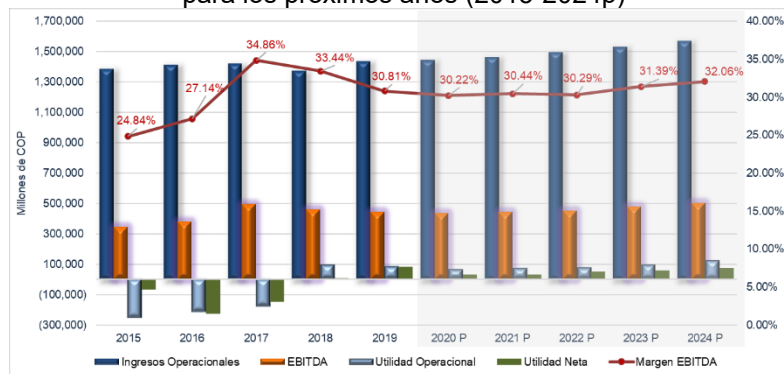
Para realizar el proceso de valoración de la Compañía se recopilaron los estados financieros de los últimos cinco años: estado de la situación financiera, estado

de ganancias o pérdidas y estado de flujo de efectivo, con el objetivo de revisar el comportamiento financiero durante estos períodos e identificar las principales variables que impactan su situación financiera, de manera que sean tenidas en cuenta dentro de las proyecciones.

### Supuestos de operación

Durante los últimos cinco años, la Compañía no ha presentado variaciones importantes en sus ingresos operacionales, que se han mantenido en un nivel promedio anual de COP 1,4 billones. Por el contrario, la utilidad operacional y la utilidad neta presentaron cambios significativos durante 2018, dado que después de tres años consecutivos de presentar pérdidas operacionales y pérdidas netas, se generaron utilidades por COP 95,4 y 0,7 mil millones, respectivamente, como consecuencia del plan estratégico implementado durante ese período, enfocado en la austeridad y la efectividad [Figura 10 y Tabla 19].

Figura 10. La Compañía. Resultados financieros durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)



Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 19: La Compañía. Resultados financieros durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
Ingresos Operacionales	\$ 1,388,219	\$ 1,413,440	\$ 1,423,524	\$ 1,375,299	\$ 1,438,489	\$ 1,446,692	\$ 1,465,854	\$ 1,496,221	\$ 1,532,371	\$ 1,570,762
EBITDA	\$ 344,826	\$ 383,605	\$ 496,290	\$ 459,869	\$ 443,183	\$ 437,206	\$ 446,274	\$ 453,190	\$ 480,996	\$ 503,616
Utilidad Operacional	-\$ 252,439	-\$ 215,677	-\$ 180,429	\$ 95,373	\$ 82,399	\$ 63,722	\$ 71,392	\$ 73,664	\$ 96,168	\$ 123,842
Utilidad Neta	-\$ 68,659	-\$ 226,264	-\$ 149,978	\$ 737	\$ 78,984	\$ 26,729	\$ 30,190	\$ 47,925	\$ 55,845	\$ 72,558
Margen EBITDA	24.84%	27.14%	34.86%	33.44%	30.81%	30.22%	30.44%	30.29%	31.39%	32.06%
Clientes activos	567,000	1,018,000	1,014,000	986,000	876,000	884,760	893,608	902,544	911,569	920,685

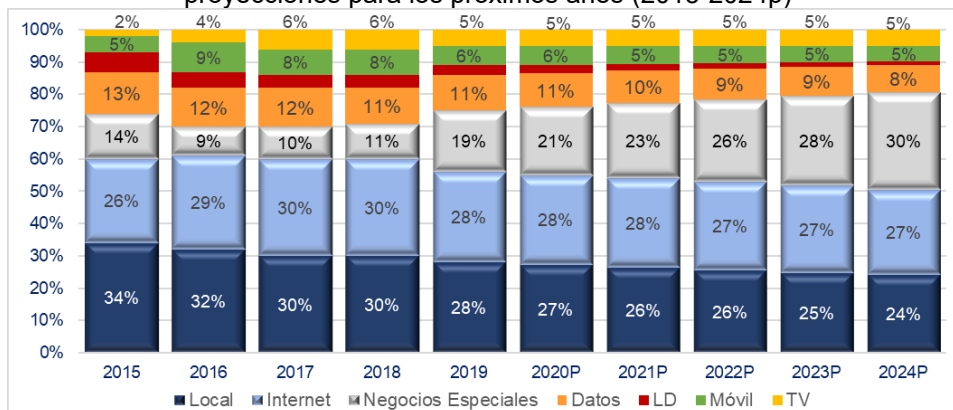
Fuente: elaboración de los autores.

Los ingresos operacionales se proyectaron a partir del análisis de la información histórica, su composición por línea de negocio y el plan estratégico propuesto para los próximos cinco años. Con estos datos se realizó un análisis de cada una

de las líneas de negocio, identificando la variación anual, la participación dentro de total de los ingresos operacionales, el promedio de los últimos períodos y los planes futuros, y realizando una propuesta de las tasas de crecimiento para cada línea. Se observó que los ingresos operacionales de la Compañía se han mantenido durante los períodos sujetos de análisis; sin embargo, se espera que los negocios especiales aumenten su participación del 19 % en 2019 al 30 % para 2024, soportados principalmente en el hecho de que la Compañía es el socio estratégico del Distrito y que brindará apoyo en los siguientes proyectos [Figura 11]:

- Cobertura de acceso gratis en zonas comunes de la ciudad: parques, Transmilenio y zonas turísticas.
- Modernización del sistema 1 2 3.
- Impulso a la modernización de la movilidad.

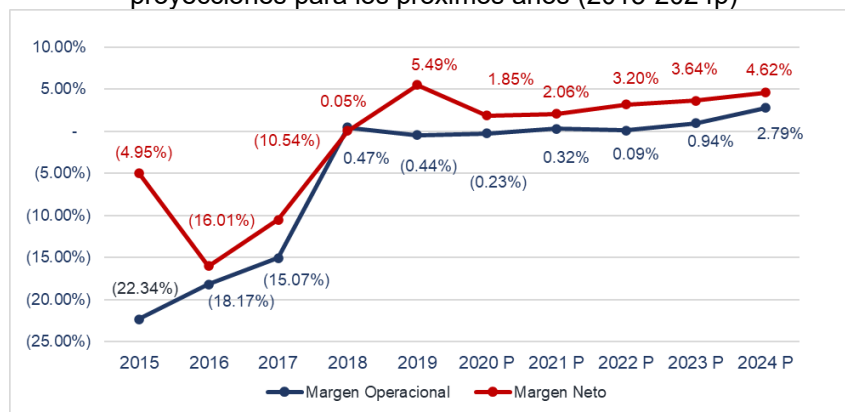
Figura 11. La Compañía. Ingresos por líneas de negocio durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)



Fuente: elaboración de los autores.

De la misma forma se realizó un análisis de los costos y gastos de la Compañía a partir de la información histórica y del plan de austeridad que continúa ejecutando. Los resultados arrojan las siguientes cifras para 2024: margen operacional del 2,79 % (0,44 % en 2019); margen EBITDA del 32,06 % (30,81 % en 2019); y margen neto del 4,62 % (5,49 % en 2019) [Figura 12].

Figura 12. La Compañía. Margen operativo y neto durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)

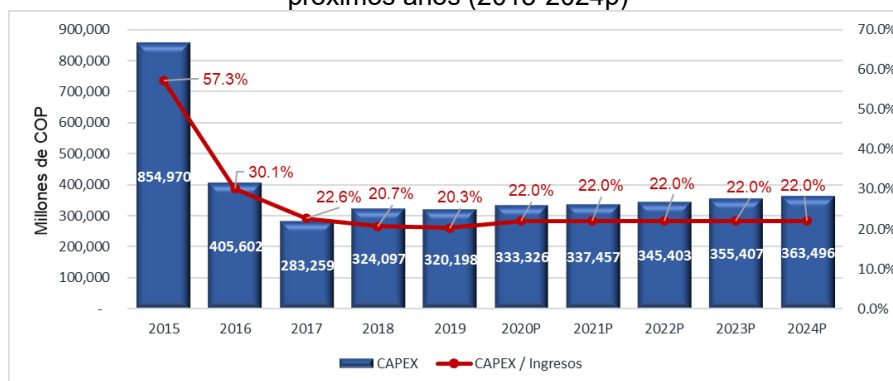


Fuente: elaboración de los autores.

### Supuestos de inversión

Durante el período 2012-2015, la Compañía adquirió nuevas redes de fibra óptica, televisión digital y teléfonos móviles, además de otros proyectos, que representaron inversiones de COP 2,1 billones, aproximadamente el 55 % de los ingresos percibidos durante estos cuatro años. Actualmente, la Compañía no tiene presupuestado inversiones importantes en CAPEX, aunque el mantenimiento de las redes y los equipos representa entre el 20 y el 25 % de sus ingresos anuales [Figura 13].

Figura 13. La Compañía. CAPEX durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)



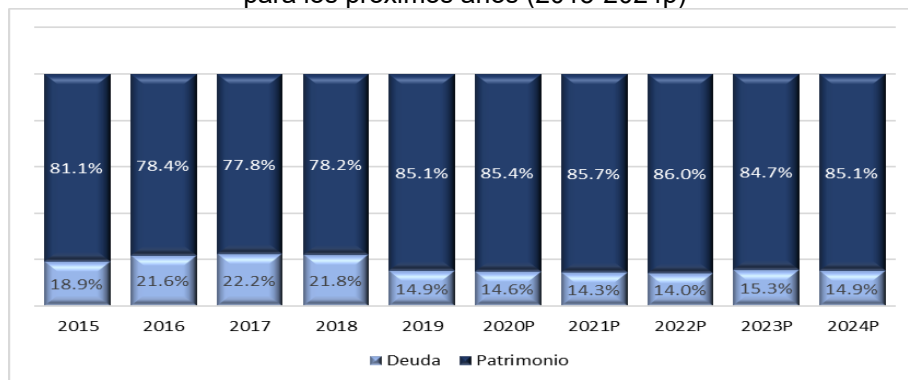
Fuente: elaboración de los autores.

### Hipótesis financieras

Para financiar el ambicioso plan de inversiones descrito en la sección anterior, la Compañía realizó en enero de 2013 la emisión y colocación de bonos de deuda pública externa en el mercado internacional de capitales por valor de COP

530.180 millones. La fecha de vencimiento de estos bonos es el 17 de enero de 2023, y durante los años posteriores a la colocación de estos bonos la Compañía no ha solicitado ningún otro tipo de financiamiento externo. No obstante, según las proyecciones realizadas por el equipo evaluador, luego de pagar los bonos con vencimiento en 2023, la Compañía continuará con una estructura de capital similar a la de 2019 [Figura 14].

Figura 14. La Compañía. Estructura de capital durante los últimos cinco años y proyecciones para los próximos años (2015-2024p)



Fuente: elaboración de los autores.

## Impuestos

Para el proceso de valoración de la Compañía se utilizó la tarifa general del impuesto sobre la renta y complementarios proyectada, según lo dispuesto en la Ley 1943 (la ley de financiamiento) [Tabla 20].<sup>39</sup>

Tabla 20. La Compañía. Tasa de impuesto de renta (2019p-2024p)

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Tasa de impuesto de renta [%]	33	32	31	30	30	30

Fuente: elaboración de los autores.

## ANÁLISIS BEN GRAHAM DIAL

La Tabla 21 y la Tabla 22 muestran el análisis Ben Graham.

<sup>39</sup> Fuente: Colombia, Congreso de la República (2018). *Ley 1943*. Bogotá: Diario Oficial 50.820. Disponible en [http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley\\_1943\\_2018.html](http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_1943_2018.html)

Tabla 21. Criterios para el análisis Ben Graham

CRITERIO	DESCRIPCIÓN
1	E/P mayor a 2x el <i>yield</i> de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años
2	P/E ratio de un valor igual o inferior a la mitad del valor del P/E ratio más alto de la acción en los últimos cinco años.
3	Un <i>dividend yield</i> igual a la mitad del <i>yield</i> de un bono del Tesoro estadounidense a 10 años.
4	Un precio de la acción de valor igual o inferior 1.5x el valor en libros de la acción.
5	Deuda total menor al valor en libros del equity.
6	Razón corriente de 2 o más
7	Crecimiento de los ingresos igual o superior a un 7% en los últimos 5 años.
8	Estabilidad en el crecimiento de las ganancias.

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 22. La Compañía. Análisis Ben Graham

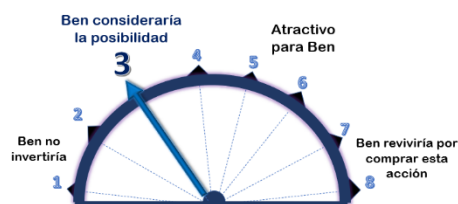
#	ETB AÑO 2019		CRITERIO BEN GRAHAM		CRITERIO REAL	RESULTADO	OBSERVACIÓN	
1	E/P	9,68 %	Yield Bono EE. UU. A 10 años.	0,79 %	1,59 %	6.1	Cumple	E/P es mayor al Yield de los bonos del tesoro a 10 años 6X.
2	P/E	11,64	P/E ratio más alto de la acción.	11,64	6	5.82	No cumple	El P/E ratio es mayor a la mitad del valor del P/E ratio más alto de la acción en los últimos 5 años.
3	Dividend Yield	0	Yield Bono EE. UU. 10 años.	0,44 %	0,22 %	0	No cumple	La compañía no ha decretado dividendos desde el año 2015.
4	Precio de la acción	COP 259	Valor en libros de la acción	COP 584	COP 876	(325)	Cumple	El precio de la acción es menor en COP 325 al 1.5x de su valor en libros.
5	Deuda total	COP 1.843	Valor en libros del equity	COP 2.021	COP 2.021	(178)	Cumple	La deuda total es menor al valor en libros del equity en COP 178 billones.
6	Razón corriente	1,26	Razón corriente	2	2	(0,74)	No cumple	La razón corriente de la compañía es menor a 2.
7	Crecimiento promedio de los ingresos	1,1%	Crecimiento de los ingresos mayores a	7 %	7.0%	-5,9 %	No cumple	El crecimiento de los ingresos anuales de la Compañía no supera el 7 % durante los últimos cinco años.
8	Estabilidad en el crecimiento de las ganancias.						No cumple	La Compañía ha empezado a presentar utilidad a partir de 2018 y estas no presentan un crecimiento constante.

Cifras en COP millones.

Fuente: elaboración de los autores.

Según los criterios de Ben Graham Dial, la Compañía cumple con tres de los criterios establecidos; por ende, “Ben consideraría la posibilidad de invertir”:

Figura 15. Dial del análisis Ben Graham



Fuente: elaboración de los autores.

## FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Arroyave Miranda, M. S. y Lopera Estrada, M. J. (2016). *Grupo Nutresa* [Reporte financiero Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad EAFIT]. Disponible en [https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11628/MonicaSofia\\_ArroyaveMiranda\\_MarioJavier\\_LoperaEstrada\\_2017.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11628/MonicaSofia_ArroyaveMiranda_MarioJavier_LoperaEstrada_2017.pdf?sequence=2&isAllowed=y)
- Bloomberg (s. f.). *Sector Performance* [en línea]. Disponible en <https://www.bloomberg.com/markets/sectors>
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.). *Renta Variable – Acción ETB* [en línea]. Disponible en <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>
- Colombia, Autoridad Nacional de Televisión, ANTV (s. f.-a). *Infografía cifras y estadísticas 2018* [en línea]. Disponible por descarga en [https://www.antv.gov.co/ANTV\\_GOV/HTML/CIFRAS\\_Y.HTM](https://www.antv.gov.co/ANTV_GOV/HTML/CIFRAS_Y.HTM)
- Colombia, Autoridad Nacional de Televisión, ANTV (s. f.-b). *Infografía cifras y estadísticas 2019* [en línea]. Disponible por descarga en [https://www.antv.gov.co/ANTV\\_GOV/HTML/CIFRAS\\_Y.HTM](https://www.antv.gov.co/ANTV_GOV/HTML/CIFRAS_Y.HTM)
- Colombia, Comisión de Regulación de Comunicaciones, CRC (s. f.). *Industria – Calendario de contribución 2019* [en línea]. Disponible en <https://www.crc.com.gov.co/es/pagina/industria>
- Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2020). *Boletín Técnico. Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH)* [en línea, 28 de febrero]. Disponible en [https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol\\_empleo\\_ene\\_20.pdf](https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech/bol_empleo_ene_20.pdf)
- Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020a). *Boletín trimestral del sector TIC – Cifras cuarto trimestre de 2019* [en línea, 24 de abril]. Disponible en <https://colombiatic.mintic.gov.co/679/w3-article-135691.html>

- Colombia, Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones, MinTIC (2020b). *Colombia Digital 2020* [en línea, 28 de febrero]. Disponible en [http://micrositios.mintic.gov.co/sylvia-constain/presentaciones/pdf/claro\\_summit\\_20200227.pdf](http://micrositios.mintic.gov.co/sylvia-constain/presentaciones/pdf/claro_summit_20200227.pdf)
- Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio, SIC (s. f.). *Estudio de mercado de internet fijo y móvil en Colombia* [descripción en línea]. Disponible en <https://www.sic.gov.co/sites/default/files/files/Anexo%20Lanzamiento%20Estudio%20de%20Mercado%20OECD%20-%20AC%20edits%20%20comments.pdf>
- Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.). *Registro Nacional de Valores y Emisores, RNVE* [en línea]. Disponible en <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/simev/registro-nacional-de-valores-y-emisores-rnve-80102>
- Damodaran, A. (2020a). *Betas by sector* [en línea]. Disponible en [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)
- Damodaran, A. (2020b). *Finding the right financing mix: The capital structure decision* [en línea]. Disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/cfovhd/capstr.pdf>
- Dinero (2020). Cuáles son los desafíos del nuevo presidente de ETB [en línea, 3 de mayo]. *Revista Dinero*. Disponible en <https://www.dinero.com/empresas/confidencias-on-line/articulo/quien-es-el-nuevo-presidente-de-etb-y-cuales-son-sus-desafios/282426>
- El Universal (2014). ETB es el nuevo operador de móvil de los colombianos [en línea, 7 de octubre]. *El Universal*. Disponible en <https://www.eluniversal.com.co/tecnologia/etb-es-el-nuevo-operador-movil-de-los-colombianos-173356-EUEU268590>
- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2019a). *Reporte integrado 2018, ETB* [en línea]. Disponible en <https://etb.com/transparencia/documents/Reporte-integrado-2018.pdf>
- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2019b). *Servicios al inversionista – Información financiera* [en línea]. Disponible por descarga en <https://etb.com/corporativo/Inversionistas#accion>

- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2020a). *Reporte integrado 2019, ETB* [en línea]. Disponible en <https://etb.com/transparencia/documents/Reporte-integrado-2019.pdf>
- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) S. A., E. S. P. (2020b). *Presentación corporativa 2020* [en línea]. Disponible en [https://etb.com/corporativo/UploadFile/Presentaciones\\_Financieras/2020-04-30-10-17-55\\_Ppt-Corporativa-ETB-2020-ES.pdf](https://etb.com/corporativo/UploadFile/Presentaciones_Financieras/2020-04-30-10-17-55_Ppt-Corporativa-ETB-2020-ES.pdf)
- García S., Ó. L. (2013). *Valoración de empresas, gerencia de valor y EVA*. S. I.: Plaza Varios.
- Gil Guzmán, D. y Cano Gómez, L. M. (2018). *Cemargos* [Reporte financiero Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad EAFIT]. Disponible en <https://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/Burkenroad%202018/Reporte%20Burken%20Road%20Universidad%20EAFIT%20-%20Cementos%20Argos%202018.pdf>
- González Escobar, J. L. y Maestre Carmona, F. (2018). *Promigas* [Reporte financiero Burkenroad / Latinoamérica – Colombia. Universidad EAFIT]. Disponible en [https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/13270/JorgeLeon\\_GonzalezEscobar\\_Felipe\\_MaestreCarmona\\_2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/13270/JorgeLeon_GonzalezEscobar_Felipe_MaestreCarmona_2018.pdf?sequence=2&isAllowed=y)
- Grupo Bancolombia, Capital Inteligente (2019). *Economic Outlook Update 2Q19* [en línea, abril]. Disponible por descarga en [connections.grupobancolombia.com](http://connections.grupobancolombia.com)
- Grupo Bancolombia, Capital Inteligente (2020). *Actualización de perspectivas sectoriales Colombia 2020* [videos en línea, 12 de junio]. Disponible en <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/actualidad-economica-sectorial/actualizacion-perspectivas-sectoriales-2020>
- Investing.com (s. f.). *ETB gráficos streaming* [en línea]. Disponible en <https://es.investing.com/equities/etb-chart>
- Koller, T., Goedhart, M. y Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the values of companies* (5.ª ed.). Ciudad de Nueva York, NY: McKinsey & Company.

Yahoo Finance (s. f.). *Treasury Yield 10 Years* [en línea]. Disponible en  
<https://finance.yahoo.com/quote/%5ETNX/>

ANEXOS

ESTADOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA SEPARADA / SEPARATE STATEMENT OF FINANCIAL POSITION	A Dic 2014 / As of Dec 2014	Analysis Vertical	A Dic 2015 / As of Dec 2015	Analysis Vertical	A Dic 2016 / As of Dec 2016	Analysis Vertical	A Dic 2017 / As of Dec 2017	Analysis Vertical	A Dic 2018 / As of Dec 2018	Analysis Vertical	A Dic 2019 / As of Dec 2019	Analysis Vertical
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )												
<b>Activos / Assets</b>												
<b>Activos corrientes / Current Assets</b>												
Efectivo y equivalentes al efectivo / Cash and cash equivalents	\$ 861,909	18.0%	\$ 585,357	11.9%	\$ 269,457	6.2%	\$ 248,264	6.0%	\$ 468,343	11.8%	\$ 486,481	12.6%
Inversiones corrientes / Current investments	\$ 260,860	5.4%	\$ 27,758	0.6%	\$ -	0.0%	\$ 30,267	0.7%	\$ 20,133	0.5%	\$ -	0.0%
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar corrientes / Commercial accounts receivable and other current accounts receivable	\$ 225,206	4.7%	\$ 235,903	4.8%	\$ 204,457	4.7%	\$ 172,465	4.2%	\$ 128,182	3.2%	\$ 163,144	4.2%
Inventarios corrientes / Current inventory	\$ 13,163	0.3%	\$ 20,705	0.4%	\$ 9,286	0.2%	\$ 5,532	0.1%	\$ 988	0.0%	\$ 181	0.0%
Activos por impuestos corrientes, corriente / Current tax assets, current	\$ 161,972	3.4%	\$ 189,295	3.9%	\$ 116,479	2.7%	\$ 141,443	3.4%	\$ 102,479	2.6%	\$ 105,904	2.7%
Otros activos financieros corrientes / Other current financial assets	\$ 36,934	0.8%	\$ 41,714	0.9%	\$ 27,395	0.6%	\$ 42,895	1.0%	\$ 107,538	2.7%	\$ 115,535	3.0%
Otros activos no financieros corrientes / Other current non-financial assets	\$ 12,732	0.3%	\$ 9,459	0.2%	\$ 10,105	0.2%	\$ 36,418	0.9%	\$ 10,832	0.3%	\$ 7,013	0.2%
<b>Total activos corrientes distintos de los activos no corrientes o grupo de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios / Total current assets other than non- current assets or any other group of assets classified as held for sale or maintained to be distributed to shareholders</b>	\$ 1,572,776	32.9%	\$ 1,110,191	22.7%	\$ 637,179	14.8%	\$ 677,284	16.5%	\$ 838,494	21.1%	\$ 878,257	22.7%
<b>Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios / Non-current assets or groups of assets for disposal classified as held for sale or held as distributable to owners</b>		0.0%		0.0%		0.0%	\$ -	0.0%	\$ 22,493	0.6%	\$ 10,640	0.3%
<b>Activos corrientes totales / Total Current Assets</b>	\$ 1,572,776	32.9%	\$ 1,110,191	22.7%	\$ 637,179	14.8%	\$ 677,284	16.5%	\$ 860,987	21.7%	\$ 888,897	23.0%
<b>Activos no corrientes / Non-Current Assets</b>	\$ -	-	\$ -	0	\$ -	0	\$ 0	0	\$ -	-	\$ -	-
Propiedades, planta y equipo / Property, plant and equipment	\$ 2,413,236	50.4%	\$ 2,766,791	56.5%	\$ 2,602,615	60.3%	\$ 2,361,154	57.4%	\$ 2,167,643	54.6%	\$ 2,117,371	54.8%
Plusvalía / Capital gains	\$ 26,284	0.5%	\$ 26,284	0.5%	\$ 26,284	0.6%	\$ 21,907	0.5%	\$ 18,569	0.5%	\$ 21,085	0.5%
Activos intangibles distintos de la plusvalía / Intangible assets other than capital gains	\$ 384,047	8.0%	\$ 432,671	8.8%	\$ 458,252	10.6%	\$ 423,220	10.3%	\$ 384,837	9.7%	\$ 387,999	10.0%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación / Investments accounted using the equity method	\$ 41,655	0.9%	\$ 44,962	0.9%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas / Investments in subsidiaries, joint ventures and partnerships	\$ 4,769	0.1%	\$ 4,769	0.1%	\$ 43,803	1.0%	\$ 35,779	0.9%	\$ 30,805	0.8%	\$ 32,134	0.8%
Cuentas comerciales por cobrar y otras cuentas por cobrar no corrientes / Commercial accounts receivable and other non-current accounts receivable	\$ 18,987	0.4%	\$ 21,892	0.4%	\$ 21,525	0.5%	\$ 14,095	0.3%	\$ 13,046	0.3%	\$ 12,076	0.3%
Activos por impuestos diferidos / Deferred tax assets	\$ 322,625	6.7%	\$ 488,587	10.0%	\$ 523,446	12.1%	\$ 578,475	14.1%	\$ 493,714	12.4%	\$ 401,125	10.4%
Otros activos no financieros no corrientes / Other non-current non-financial assets	\$ 2,574	0.1%	\$ 2,284	0.0%	\$ 3,378	0.1%	\$ 3,157	0.1%	\$ 2,981	0.1%	\$ 2,700	0.1%
<b>Total de activos no corrientes / Total non current assets</b>	\$ 3,214,175	67.1%	\$ 3,788,240	77.3%	\$ 3,679,303	85.2%	\$ 3,437,786	83.5%	\$ 3,111,595	78.3%	\$ 2,974,489	77.0%
<b>Total de activos / Total assets</b>	\$ 4,786,951	100.0%	\$ 4,898,431	100.0%	\$ 4,316,482	100.0%	\$ 4,115,071	100.0%	\$ 3,972,583	100.0%	\$ 3,863,386	99.7%

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

ESTADOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA SEPARADA / SEPARATE STATEMENT OF FINANCIAL POSITION	A Dic 2014 / As of Dec 2014	Analysis Vertical	A Dic 2015 / As of Dec 2015	Analysis Vertical	A Dic 2016 / As of Dec 2016	Analysis Vertical	A Dic 2017 / As of Dic 2017	Analysis Vertical	A Dic 2018 / As of Dic 2018	Analysis Vertical	A Dic 2019 / As of Dic 2019	Analysis Vertical
<b>Patrimonio y Pasivos / Equity and Liabilities</b>												
<b>Pasivos / Liabilities</b>												
<b>Pasivos corrientes / Current Liabilities</b>												
Obligaciones financieras corrientes / Current borrowings	\$ 58	0.0%	\$ -	0.0%	\$ 20,000	0.9%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
<b>Disposiciones actuales / Current provisions</b>		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados / Current provisions for employee benefits	\$ 31,631	1.6%	\$ 46,484	1.8%	\$ 55,873	2.4%	\$ 74,065	3.3%	\$ 63,116	3.0%	\$ 74,491	4.0%
Otras provisiones corrientes / Other current provisions	\$ 3,798	0.2%	\$ 2,957	0.1%	\$ 4,372	0.2%	\$ 18,864	0.8%	\$ 5,912	0.3%	\$ 8,296	0.5%
<b>Total provisiones corrientes / Total Current Provisions</b>	\$ 35,430	1.8%	\$ 49,441	1.9%	\$ 60,245	2.6%	\$ 92,929	4.1%	\$ 69,029	3.3%	\$ 82,787	4.5%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar / Commercial accounts payable and other account payable	\$ 476,447	24.2%	\$ 627,356	23.9%	\$ 451,166	19.5%	\$ 312,174	13.8%	\$ 301,489	14.5%	\$ 412,555	22.4%
Pasivos por impuestos corrientes, corriente / Current tax liabilities, current	\$ 51,561	2.6%	\$ 98,353	3.8%	\$ 38,984	1.7%	\$ 69,608	3.1%	\$ 90,897	4.4%	\$ 96,593	5.2%
Otros pasivos no financieros corrientes / Other current non-financial liabilities	\$ 122,538	6.2%	\$ 147,043	5.6%	\$ 101,360	4.4%	\$ 81,865	3.6%	\$ 120,659	5.8%	\$ 110,774	6.0%
<b>Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta / Total current liabilities other than the liabilities included in asset groups classified as held for sale</b>	\$ 686,034	34.8%	\$ 922,193	35.2%	\$ 671,755	29.0%	\$ 556,576	24.7%	\$ 582,074	28.1%	\$ 702,709	38.1%
<b>Pasivos corrientes totales / Total Current liabilities</b>	\$ 686,034	34.8%	\$ 922,193	35.2%	\$ 671,755	29.0%	\$ 556,576	24.7%	\$ 582,074	28.1%	\$ 702,709	38.1%
<b>Pasivos no corrientes / Non-Current Liabilities</b>												
Obligaciones financieras no corrientes / Non-current borrowings	\$ 530,180	26.9%	\$ 530,180	20.2%	\$ 530,180	22.9%	\$ 530,180	23.5%	\$ 530,180	25.6%	\$ 354,074	19.2%
<b>Provisiones no corrientes / Non-current provisions</b>												
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados / Non-current provisions for employee benefits	\$ 337,171	17.1%	\$ 275,599	10.5%	\$ 319,736	13.8%	\$ 257,179	11.4%	\$ 204,231	9.8%	\$ 172,743	9.4%
Otras provisiones no corrientes / Other non-current provisions	\$ 188,549	9.6%	\$ 340,291	13.0%	\$ 368,078	15.9%	\$ 405,672	18.0%	\$ 242,562	11.7%	\$ 215,829	11.7%
<b>Total provisiones no corrientes / Total non-current provisions</b>	\$ 525,720	26.7%	\$ 615,889	23.5%	\$ 687,814	29.7%	\$ 662,851	29.4%	\$ 446,793	21.5%	\$ 388,572	21.1%
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar no corrientes / Commercial accounts payable and other non-current accounts payable	\$ 1,576	0.1%	\$ 358,503	13.7%	\$ 293,069	12.6%	\$ 379,745	16.8%	\$ 408,722	19.7%	\$ 395,124	21.4%
Pasivo por impuestos diferidos / Deferred tax liabilities	\$ 222,050	11.3%	\$ 182,409	7.0%	\$ 125,824	5.4%	\$ 124,484	5.5%	\$ 103,266	5.0%	\$ -	0.0%
Otros pasivos no financieros no corrientes / Other non-current non-financial liabilities	\$ 3,564	0.2%	\$ 10,644	0.4%	\$ 10,421	0.4%	\$ 4,012	0.2%	\$ 2,635	0.1%	\$ 2,294	0.1%
<b>Total de pasivos no corrientes / Total Non-Current Liabilities</b>	\$ 1,283,090	65.2%	\$ 1,697,626	64.8%	\$ 1,647,308	71.0%	\$ 1,701,272	75.3%	\$ 1,491,596	71.9%	\$ 1,140,064	61.9%
<b>Total pasivos / Total Liabilities</b>	\$ 1,969,124	100.0%	\$ 2,619,819	100.0%	\$ 2,319,063	100.0%	\$ 2,257,848	100.0%	\$ 2,073,669	100.0%	\$ 1,842,774	100.0%
<b>Patrimonio / Equity</b>												
Capital emitido / Issued Share Capital	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%
Prima de emisión / Share Premium	\$ 262,471	9.3%	\$ 262,471	11.5%	\$ 262,471	13.1%	\$ 262,471	14.1%	\$ 262,471	13.8%	\$ 262,471	13.0%
Resultado del ejercicio / Fiscal year results	\$ (37,757)	-1.3%	\$ (36,538)	-1.6%	\$ (254,686)	-12.8%	\$ (129,566)	-7.0%	\$ 41,690	2.2%	\$ 121,700	6.0%
Ganancias (pérdidas) acumuladas / Year-to-date profits (losses)	\$ 851,455	30.2%	\$ 444,432	19.5%	\$ 375,773	18.8%	\$ 149,510	8.1%	\$ (469)	0.0%	\$ 268	0.0%
Otras participaciones en el patrimonio / Other equity interests	\$ -	0.0%	\$ (1,266)	-0.1%	\$ 30,855	1.5%	\$ 2,432	0.1%	\$ 22,844	1.2%	\$ 63,798	3.2%
Otras Reservas / Other Reserves	\$ 1,739,734	61.7%	\$ 1,607,588	70.6%	\$ 1,581,081	79.2%	\$ 1,570,451	84.6%	\$ 1,570,451	82.7%	\$ 1,570,451	77.7%
<b>Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora / Controlling shareholder equity</b>	\$ 2,817,827	100.0%	\$ 2,278,612	100.0%	\$ 1,997,419	100.0%	\$ 1,857,223	100.0%	\$ 1,898,913	100.0%	\$ 2,020,613	100.0%
<b>Patrimonio total / Total Equity</b>	\$ 2,817,827	100.0%	\$ 2,278,612	100.0%	\$ 1,997,419	100.0%	\$ 1,857,223	100.0%	\$ 1,898,913	100.0%	\$ 2,020,613	100.0%
<b>Total de patrimonio y pasivos / Total Equity and Liabilities</b>	\$ 4,786,951		\$ 4,898,431		\$ 4,316,482		\$ 4,115,071		\$ 3,972,583		\$ 3,863,386	

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

ESTADOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA SEPARADA / SEPARATE STATEMENT OF FINANCIAL POSITION	2020 P	Analisis Vertical	2021 P	Analisis Vertical	2022 P	Analisis Vertical	2023 P	Analisis Vertical	2024 P	Analisis Vertical
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )										
<b>Activos / Assets</b>										
<b>Activos corrientes / Current Assets</b>										
Efectivo y equivalentes al efectivo / Cash and cash equivalents	\$ 552,676	14.2%	\$ 416,953	11.5%	\$ 423,467	11.8%	\$ 530,121	14.5%	\$ 618,066	16.5%
Inversiones corrientes / Current investments	\$ 10,004	0.3%	\$ 9,343	0.3%	\$ 9,220	0.3%	\$ 9,420	0.3%	\$ 9,636	0.3%
Commercial accounts receivable and other current accounts receivable	\$ 174,682	4.5%	\$ 173,899	4.8%	\$ 169,716	4.7%	\$ 171,449	4.7%	\$ 178,718	4.8%
Inventarios corrientes / Current inventory	\$ 177	0.0%	\$ 218	0.0%	\$ 162	0.0%	\$ 143	0.0%	\$ 228	0.0%
Activos por impuestos corrientes, corriente / Current tax assets, current	\$ 103,541	2.7%	\$ 96,702	2.7%	\$ 95,427	2.7%	\$ 97,501	2.7%	\$ 99,736	2.7%
Otros activos financieros corrientes / Other current financial assets	\$ 92,802	2.4%	\$ 73,444	2.0%	\$ 78,085	2.2%	\$ 84,072	2.3%	\$ 83,110	2.2%
Otros activos no financieros corrientes / Other current non-financial assets	\$ 12,986	0.3%	\$ 12,128	0.3%	\$ 11,968	0.3%	\$ 12,228	0.3%	\$ 12,509	0.3%
<b>Total activos corrientes distintos de los activos no corrientes o grupo de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios / Total current assets other than non- current assets or any other group of assets classified as held for sale or maintained to</b>	\$ 946,868	24.3%	\$ 782,689	21.5%	\$ 788,045	22.0%	\$ 904,935	24.7%	\$ 1,002,003	26.7%
<b>Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios / Non-current assets or groups of assets for disposal classified as held for sale or held</b>	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
<b>Activos corrientes totales / Total Current Assets</b>	\$ 946,868	24.3%	\$ 782,689	21.5%	\$ 788,045	22.0%	\$ 904,935	24.7%	\$ 1,002,003	26.7%
<b>Activos no corrientes / Non-Current Assets</b>										0
Propiedades, planta y equipo / Property, plant and equipment	\$ 2,094,065	53.8%	\$ 2,072,372	57.0%	\$ 2,053,173	57.2%	\$ 2,026,061	55.3%	\$ 2,017,090	53.8%
Plusvalía / Capital gains	\$ 20,528	0.5%	\$ 19,972	0.5%	\$ 19,416	0.5%	\$ 18,860	0.5%	\$ 18,304	0.5%
gains	\$ 345,072	8.9%	\$ 304,175	8.4%	\$ 275,042	7.7%	\$ 254,290	6.9%	\$ 241,373	6.4%
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación / Investments accounted using the equity method	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
Inversiones en subsidiarias, negocios conjuntos y asociadas / Investments in subsidiaries, joint ventures and partnerships	\$ 31,620	0.8%	\$ 31,238	0.9%	\$ 30,970	0.9%	\$ 30,798	0.8%	\$ 30,708	0.8%
Commercial accounts receivable and other non-current accounts receivable	\$ 8,199	0.2%	\$ 8,271	0.2%	\$ 9,607	0.3%	\$ 10,344	0.3%	\$ 10,225	0.3%
Activos por impuestos diferidos / Deferred tax assets	\$ 444,628	11.4%	\$ 415,260	11.4%	\$ 409,781	11.4%	\$ 418,688	11.4%	\$ 428,289	11.4%
Otros activos no financieros no corrientes / Other non-current non-financial assets	\$ 2,562	0.1%	\$ 2,392	0.1%	\$ 2,361	0.1%	\$ 2,412	0.1%	\$ 2,467	0.1%
<b>Total de activos no corrientes / Total non current assets</b>	\$ 2,946,673	75.7%	\$ 2,853,680	78.5%	\$ 2,800,350	78.0%	\$ 2,761,454	75.3%	\$ 2,748,456	73.3%
<b>Total de activos / Total assets</b>	\$ 3,893,541	100.0%	\$ 3,636,369	100.0%	\$ 3,588,395	100.0%	\$ 3,666,389	100.0%	\$ 3,750,459	100.0%

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

ESTADOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA SEPARADA / SEPARATE STATEMENT OF FINANCIAL POSITION	2020 P	Analisis Vertical	2021 P	Analisis Vertical	2022 P	Analisis Vertical	2023 P	Analisis Vertical	2024 P	Analisis Vertical
<b>Patrimonio y Pasivos / Equity and Liabilities</b>										
<b>Pasivos / Liabilities</b>										
<b>Pasivos corrientes / Current Liabilities</b>										
Obligaciones financieras corrientes / Current borrowings	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ 354,074	25.1%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
<b>Disposiciones actuales / Current provisions</b>		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%		0.0%
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados / Current provisions for employee benefits	\$ 75,981	4.2%	\$ 78,260	5.2%	\$ 80,843	5.7%	\$ 83,510	5.8%	\$ 86,016	5.9%
Otras provisiones corrientes / Other current provisions	\$ 8,462	0.5%	\$ 8,716	0.6%	\$ 9,004	0.6%	\$ 9,301	0.6%	\$ 9,580	0.7%
<b>Total provisiones corrientes / Total Current Provisions</b>	\$ 84,443	4.6%	\$ 86,976	5.7%	\$ 89,846	6.4%	\$ 92,811	6.5%	\$ 95,596	6.6%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar / Commercial accounts payable and other account payable	\$ 372,095	20.4%	\$ 324,202	21.4%	\$ 327,738	23.3%	\$ 333,765	23.3%	\$ 334,898	23.2%
Pasivos por impuestos corrientes, corriente / Current tax liabilities, current	\$ 90,514	5.0%	\$ 89,253	5.9%	\$ 74,341	5.3%	\$ 69,179	4.8%	\$ 70,639	4.9%
Otros pasivos no financieros corrientes / Other current non-financial liabilities	\$ 98,890	5.4%	\$ 97,513	6.4%	\$ 81,221	5.8%	\$ 75,582	5.3%	\$ 77,176	5.3%
<b>Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta / Total current liabilities other than the liabilities included in asset groups classified as held</b>	\$ 645,941	35.5%	\$ 597,944	39.5%	\$ 927,219	65.8%	\$ 571,338	39.9%	\$ 578,309	40.0%
Pasivos corrientes totales / Total Current liabilities	\$ 645,941	35.5%	\$ 597,944	39.5%	\$ 927,219	65.8%	\$ 571,338	39.9%	\$ 578,309	40.0%
<b>Pasivos no corrientes / Non-Current Liabilities</b>										
Obligaciones financieras no corrientes / Non-current borrowings	\$ 354,074	19.5%	\$ 354,074	23.4%	\$ -	0.0%	\$ 404,365	28.2%	\$ 404,365	28.0%
<b>Provisiones no corrientes / Non-current provisions</b>										
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados / Non-current provisions for employee benefits	\$ 188,608	10.4%	\$ 223,269	14.8%	\$ 185,965	13.2%	\$ 173,054	12.1%	\$ 176,704	12.2%
Otras provisiones no corrientes / Other non-current provisions	\$ 254,506	14.0%	\$ 250,963	16.6%	\$ 209,031	14.8%	\$ 194,519	13.6%	\$ 198,622	13.7%
<b>Total provisiones no corrientes / Total non-current provisions</b>	\$ 443,114	24.3%	\$ 474,232	31.3%	\$ 394,997	28.0%	\$ 367,573	25.7%	\$ 375,327	25.9%
Cuentas comerciales por pagar y otras cuentas por pagar no corrientes / Commercial accounts payable and other non-current accounts payable	\$ 374,828	20.6%	\$ 81,979	5.4%	\$ 82,873	5.9%	\$ 84,398	5.9%	\$ 84,684	5.9%
Pasivo por impuestos diferidos / Deferred tax liabilities	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%	\$ -	0.0%
Otros pasivos no financieros no corrientes / Other non-current non-financial liabilities	\$ 2,394	0.1%	\$ 4,784	0.3%	\$ 3,985	0.3%	\$ 3,708	0.3%	\$ 3,786	0.3%
<b>Total de pasivos no corrientes / Total Non-Current Liabilities</b>	\$ 1,174,409	64.5%	\$ 915,069	60.5%	\$ 481,855	34.2%	\$ 860,044	60.1%	\$ 868,162	60.0%
<b>Total pasivos / Total Liabilities</b>	\$ 1,820,351	100.0%	\$ 1,513,014	100.0%	\$ 1,409,074	100.0%	\$ 1,431,382	100.0%	\$ 1,446,470	100.0%
<b>Patrimonio / Equity</b>										
Capital emitido / Issued Share Capital	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%	\$ 1,924	0.1%
Prima de emisión / Share Premium	\$ 262,471	12.7%	\$ 262,471	12.4%	\$ 262,471	12.0%	\$ 262,471	11.7%	\$ 262,471	11.4%
Resultado del ejercicio / Fiscal year results	\$ 52,578	2.5%	\$ 63,529	3.0%	\$ 71,060	3.3%	\$ 79,650	3.6%	\$ 96,904	4.2%
Ganancias (pérdidas) acumuladas / Year-to-date profits (loss)	\$ 79,253	3.8%	\$ 92,617	4.4%	\$ 107,712	4.9%	\$ 131,675	5.9%	\$ 159,597	6.9%
Otras participaciones en el patrimonio / Other equity interests	\$ 106,513	5.1%	\$ 132,361	6.2%	\$ 165,701	7.6%	\$ 188,836	8.4%	\$ 212,640	9.2%
Otras Reservas / Other Reserves	\$ 1,570,451	75.8%	\$ 1,570,451	74.0%	\$ 1,570,451	72.1%	\$ 1,570,451	70.3%	\$ 1,570,451	68.2%
<b>Patrimonio atribuible a propietarios de la controladora / Controlling shareholder equity</b>	\$ 2,073,190	100.0%	\$ 2,123,355	100.0%	\$ 2,179,320	100.0%	\$ 2,235,007	100.0%	\$ 2,303,989	100.0%
<b>Patrimonio total / Total Equity</b>	\$ 2,073,190	100.0%	\$ 2,123,355	100.0%	\$ 2,179,320	100.0%	\$ 2,235,007	100.0%	\$ 2,303,989	100.0%
<b>Total de patrimonio y pasivos / Total Equity and Liabilities</b>	\$ 3,893,541		\$ 3,636,369		\$ 3,588,395		\$ 3,666,389		\$ 3,750,459	

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

Estado de resultados / Income Statement	1 ene - 31 dic 2014/ 1st Jan - 31 Dic 2014		1 ene - 31 dic 2015/ 1st Jan - 31 Dic 2015		1 ene - 31 dic 2016/ 1st Jan - 31 Dic 2016		1 ene - 31 Dic 2017 / 1st Jan - 31st Dic 2017		1 ene - 31 Dic 2018 / 1st Jan - 31st Dic 2018		1 ene - 31 Dic 2019 / 1st Jan - 31st Dic 2019	
		Analysis Vertical		Analysis Vertical		Analysis Vertical		Analysis Vertical		Analysis Vertical		Analysis Vertical
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )												
<b>INGRESOS TOTALES / TOTAL REVENUE</b>	<b>\$ 1,416,447</b>		<b>\$ 1,460,006</b>		<b>\$ 1,458,533</b>		<b>\$ 1,458,716</b>		<b>\$ 1,466,111</b>		<b>\$ 1,527,861</b>	
Ingresos Operacionales / Operating Revenue	\$ 1,364,318	100.0%	\$ 1,388,219	100.0%	\$ 1,413,440	100.0%	\$ 1,423,524	100.0%	\$ 1,375,299	100.0%	\$ 1,438,489	100.0%
Ingresos No Operacionales / Non-operating Revenue	\$ 52,129	3.8%	\$ 71,787	5.2%	\$ 45,093	3.2%	\$ 35,193	2.5%	\$ 90,811	6.6%	\$ 89,372	6.2%
<b>COSTOS Y GASTOS TOTALES / TOTAL COSTS AND EXPENSES</b>	<b>\$ 861,808</b>	<b>63.2%</b>	<b>\$ 1,057,481</b>	<b>76.2%</b>	<b>\$ 1,033,745</b>	<b>73.1%</b>	<b>\$ 928,401</b>	<b>65.2%</b>	<b>\$ 917,400</b>	<b>66.7%</b>	<b>\$ 995,904</b>	<b>69.2%</b>
Regulatorios / Regulatory	\$ 53,620	3.9%	\$ 55,880	4.0%	\$ 56,720	4.0%	\$ 66,652	4.7%	\$ 61,084	4.4%	\$ 61,277	4.3%
Comercial / Commercial	\$ 126,532	9.3%	\$ 194,200	14.0%	\$ 151,165	10.7%	\$ 127,468	9.0%	\$ 129,590	9.4%	\$ 199,099	13.8%
Servicio al Cliente / Customer Service	\$ 74,961	5.5%	\$ 85,811	6.2%	\$ 87,029	6.2%	\$ 77,676	5.5%	\$ 81,694	5.9%	\$ 65,395	4.5%
Producción / Production	\$ 275,226	20.2%	\$ 365,508	26.3%	\$ 403,945	28.6%	\$ 343,672	24.1%	\$ 338,558	24.6%	\$ 332,255	23.1%
Administrativos / Administrative	\$ 104,948	7.7%	\$ 132,863	9.6%	\$ 113,306	8.0%	\$ 84,899	6.0%	\$ 78,071	5.7%	\$ 77,942	5.4%
Personal / Personnel	\$ 186,665	13.7%	\$ 209,131	15.1%	\$ 217,669	15.4%	\$ 226,867	15.9%	\$ 226,433	16.5%	\$ 259,339	18.0%
Gastos No Operacionales / Non-operating Expenses	\$ 39,857	2.9%	\$ 14,088	1.0%	\$ 3,911	0.3%	\$ 1,167	0.1%	\$ 1,970	0.1%	\$ 598	0.0%
<b>EBITDA / EBITDA</b>	<b>\$ 542,366</b>	<b>39.8%</b>	<b>\$ 344,826</b>	<b>24.8%</b>	<b>\$ 383,605</b>	<b>27.1%</b>	<b>\$ 496,290</b>	<b>34.9%</b>	<b>\$ 459,869</b>	<b>33.4%</b>	<b>\$ 443,183</b>	<b>30.8%</b>
<b>Margen EBITDA / EBITDA Margin</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>	<b>\$ 0</b>	<b>0.0%</b>
<b>NO GESTIONABLES / NON-MANAGEABLE</b>	<b>\$ 525,210</b>	<b>38.5%</b>	<b>\$ 654,964</b>	<b>47.2%</b>	<b>\$ 640,464</b>	<b>45.3%</b>	<b>\$ 710,745</b>	<b>49.9%</b>	<b>\$ 453,337</b>	<b>33.0%</b>	<b>\$ 449,558</b>	<b>31.3%</b>
Amortización / Amortization	\$ 56,983	4.2%	\$ 83,939	6.0%	\$ 122,182	8.6%	\$ 105,958	7.4%	\$ 102,649	7.5%	\$ 115,452	8.0%
Provisiones / Provisions	\$ 146,264	10.7%	\$ 230,950	16.6%	\$ 98,507	7.0%	\$ 151,935	10.7%	\$ (96,010)	-7.0%	\$ 31,862	2.2%
Depreciaciones / Depreciation	\$ 321,963	23.6%	\$ 340,075	24.5%	\$ 419,776	29.7%	\$ 452,851	31.8%	\$ 446,698	32.5%	\$ 302,243	21.0%
<b>UTILIDAD OPERACIONES RECURRENTE / RECURRING OPERATING INCOME</b>	<b>\$ 29,429</b>	<b>2.2%</b>	<b>\$ (252,439)</b>	<b>-18.2%</b>	<b>\$ (215,677)</b>	<b>-15.3%</b>	<b>\$ (180,429)</b>	<b>-12.7%</b>	<b>\$ 95,373</b>	<b>6.9%</b>	<b>\$ 82,399</b>	<b>5.7%</b>
<b>NETO FINANCIERO Y OTROS (Ingreso + Gasto) / NET FINANCIAL AND OTHER (Profit + Loss)</b>	<b>\$ (96,510)</b>	<b>-7.1%</b>	<b>\$ (24,830)</b>	<b>-1.8%</b>	<b>\$ (61,647)</b>	<b>-4.4%</b>	<b>\$ (56,979)</b>	<b>-4.0%</b>	<b>\$ (4,457)</b>	<b>-0.3%</b>	<b>\$ 4,133</b>	<b>0.3%</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS / PROFIT BEFORE TAXES</b>	<b>\$ (67,082)</b>	<b>-4.9%</b>	<b>\$ (277,270)</b>	<b>-20.0%</b>	<b>\$ (277,324)</b>	<b>-19.6%</b>	<b>\$ (237,408)</b>	<b>-16.7%</b>	<b>\$ 90,917</b>	<b>6.6%</b>	<b>\$ 86,532</b>	<b>6.0%</b>
Provision Imp. Renta y CREE (Ingreso + Gasto) / CREE and Income Tax Provision (Profit + Loss)	\$ (30,590)	-2.2%	\$ (208,611)	-15.0%	\$ (51,060)	-3.6%	\$ (87,430)	-6.1%	\$ 90,180	6.6%	\$ 7,548	0.5%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO / RESULTS OF THE PERIOD</b>	<b>\$ (36,492)</b>	<b>-2.7%</b>	<b>\$ (68,659)</b>	<b>-4.9%</b>	<b>\$ (226,264)</b>	<b>-16.0%</b>	<b>\$ (149,978)</b>	<b>-10.5%</b>	<b>\$ 737</b>	<b>0.1%</b>	<b>\$ 78,984</b>	<b>5.5%</b>
Otro resultado Integral (Ingreso + Gasto) / Other Comprehensive Income (Profit + Loss)	\$ (1,266)	-0.1%	\$ 32,121	2.3%	\$ (28,422)	-2.0%	\$ 20,412	1.4%	\$ 40,953	3.0%	\$ 42,715	3.0%
<b>RESULTADO INTEGRAL EJERCICIO / COMPREHENSIVE INCOME OF THE PERIOD</b>	<b>\$ (37,757)</b>	<b>-2.8%</b>	<b>\$ (36,538)</b>	<b>-2.6%</b>	<b>\$ (254,686)</b>	<b>-18.0%</b>	<b>\$ (129,566)</b>	<b>-9.1%</b>	<b>\$ 41,690</b>	<b>3.0%</b>	<b>\$ 121,700</b>	<b>8.5%</b>

Estado de resultados / Income Statement	2020 P	Analisis Vertical	2021 P	Analisis Vertical	2022 P	Analisis Vertical	2023 P	Analisis Vertical	2024 P	Analisis Vertical
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )										
<b>INGRESOS TOTALES / TOTAL REVENUE</b>	<b>\$ 1,515,119</b>		<b>\$ 1,533,895</b>		<b>\$ 1,570,014</b>		<b>\$ 1,615,485</b>		<b>\$ 1,652,254</b>	
Ingresos Operacionales / Operating Revenue	\$ 1,446,692	100.0%	\$ 1,465,854	100.0%	\$ 1,496,221	100.0%	\$ 1,532,371	100.0%	\$ 1,570,762	100.0%
Ingresos No Operacionales / Non-operating Revenue	\$ 68,427	4.7%	\$ 68,040	4.6%	\$ 73,793	4.9%	\$ 83,114	5.4%	\$ 81,492	5.2%
<b>COSTOS Y GASTOS TOTALES / TOTAL COSTS AND EXPENSES</b>	<b>\$ 1,010,843</b>	<b>69.9%</b>	<b>\$ 1,020,951</b>	<b>69.6%</b>	<b>\$ 1,044,433</b>	<b>69.8%</b>	<b>\$ 1,052,788</b>	<b>68.7%</b>	<b>\$ 1,068,580</b>	<b>68.0%</b>
Regulatorios / Regulatory	\$ 64,646	4.5%	\$ 65,293	4.5%	\$ 66,795	4.5%	\$ 67,329	4.4%	\$ 68,339	4.4%
Comercial / Commercial	\$ 173,654	12.0%	\$ 175,391	12.0%	\$ 179,425	12.0%	\$ 180,860	11.8%	\$ 183,573	11.7%
Servicio al Cliente / Customer Service	\$ 77,710	5.4%	\$ 78,487	5.4%	\$ 80,292	5.4%	\$ 80,935	5.3%	\$ 82,149	5.2%
Producción / Production	\$ 354,406	24.5%	\$ 357,950	24.4%	\$ 366,183	24.5%	\$ 369,112	24.1%	\$ 374,649	23.9%
Administrativos / Administrative	\$ 82,425	5.7%	\$ 83,249	5.7%	\$ 85,164	5.7%	\$ 85,845	5.6%	\$ 87,133	5.5%
Personal / Personnel	\$ 256,644	17.7%	\$ 259,211	17.7%	\$ 265,173	17.7%	\$ 267,294	17.4%	\$ 271,304	17.3%
Gastos No Operacionales / Non-operating Expenses	\$ 1,357	0.1%	\$ 1,370	0.1%	\$ 1,402	0.1%	\$ 1,413	0.1%	\$ 1,434	0.1%
<b>EBITDA / EBITDA</b>	<b>\$ 437,206</b>	<b>30.2%</b>	<b>\$ 446,274</b>	<b>30.4%</b>	<b>\$ 453,190</b>	<b>30.3%</b>	<b>\$ 480,996</b>	<b>31.4%</b>	<b>\$ 503,616</b>	<b>32.1%</b>
<b>Margen EBITDA / EBITDA Margin</b>	<b>\$ 0</b>		<b>\$ 0</b>		<b>\$ 0</b>		<b>\$ 0</b>		<b>\$ 0</b>	
<b>NO GESTIONABLES / NON-MANAGEABLE</b>	<b>\$ 440,555</b>	<b>30.5%</b>	<b>\$ 441,552</b>	<b>30.1%</b>	<b>\$ 451,917</b>	<b>30.2%</b>	<b>\$ 466,529</b>	<b>30.4%</b>	<b>\$ 459,832</b>	<b>29.3%</b>
Amortización / Amortization	\$ 94,548	6.5%	\$ 93,159	6.4%	\$ 82,624	5.5%	\$ 75,792	4.9%	\$ 69,210	4.4%
Provisiones / Provisions	\$ 40,996	2.8%	\$ 41,504	2.8%	\$ 58,182	3.9%	\$ 63,259	4.1%	\$ 74,447	4.7%
Depreciaciones / Depreciation	\$ 305,011	21.1%	\$ 306,889	20.9%	\$ 311,111	20.8%	\$ 327,477	21.4%	\$ 316,174	20.1%
<b>UTILIDAD OPERACIONES RECURRENTE / RECURRING OPERATING INCOME</b>	<b>\$ 63,722</b>	<b>4.4%</b>	<b>\$ 71,392</b>	<b>4.9%</b>	<b>\$ 73,664</b>	<b>4.9%</b>	<b>\$ 96,168</b>	<b>6.3%</b>	<b>\$ 123,842</b>	<b>7.9%</b>
NETO FINANCIERO Y OTROS (Ingreso + Gasto) / NET FINANCIAL AND OTHER (Profit + Loss)	\$ (18,362)	-1.3%	\$ (20,160)	-1.4%	\$ 7,665	0.5%	\$ (1,399)	-0.1%	\$ (711)	0.0%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS / PROFIT BEFORE TAXES</b>	<b>\$ 45,360</b>	<b>3.1%</b>	<b>\$ 51,232</b>	<b>3.5%</b>	<b>\$ 81,329</b>	<b>5.4%</b>	<b>\$ 94,769</b>	<b>6.2%</b>	<b>\$ 123,131</b>	<b>7.8%</b>
Provision Imp. Renta y CREE (Ingreso + Gasto) / CREE and Income Tax Provision (Profit + Loss)	\$ 18,630	1.3%	\$ 21,042	1.4%	\$ 33,404	2.2%	\$ 38,924	2.5%	\$ 50,573	3.2%
<b>RESULTADO DEL EJERCICIO / RESULTS OF THE PERIOD</b>	<b>\$ 26,729</b>	<b>1.8%</b>	<b>\$ 30,190</b>	<b>2.1%</b>	<b>\$ 47,925</b>	<b>3.2%</b>	<b>\$ 55,845</b>	<b>3.6%</b>	<b>\$ 72,558</b>	<b>4.6%</b>
Otro resultado Integral (Ingreso + Gasto) / Other Comprehensive Income (Profit + Loss)	\$ 25,848	1.8%	\$ 33,340	2.3%	\$ 23,135	1.5%	\$ 23,805	1.6%	\$ 24,346	1.5%
<b>RESULTADO INTEGRAL EJERCICIO / COMPREHENSIVE INCOME OF THE PERIOD</b>	<b>\$ 52,578</b>	<b>3.6%</b>	<b>\$ 63,529</b>	<b>4.3%</b>	<b>\$ 71,060</b>	<b>4.7%</b>	<b>\$ 79,650</b>	<b>5.2%</b>	<b>\$ 96,904</b>	<b>6.2%</b>

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Cash flows from (used in) operating activities	1 ene - 31 dic 2014/ 1st Jan - 31 Dic 2014	1 ene - 31 dic 2015/ 1st Jan - 31 Dic 2015	1 ene - 31 dic 2016/ 1st Jan - 31 Dic 2016	1 ene - 31 Dic 2017 / 1st Jan - 31st Dic 2017	1 ene - 31 Dic 2018 / 1st Jan - 31st Dic 2018	1 ene - 31 Dic 2019 / 1st Jan - 31st Dic 2019
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )						
Ganancia (pérdida) /Gain (loos)	\$ (36,492)	\$ (68,659)	\$ (226,264)	\$ (149,978)	\$ 737	\$ 78,984
<b>Ajustes para conciliar la ganancia (pérdida) / Adjustments to reconcile net income (loss)</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ajustes por gasto por impuestos a las ganancias / Adjustments for income tax expense	\$ -	\$ -	\$ (77,432)	\$ (56,369)	\$ 63,544	\$ 7,220
Ajustes por disminuciones (incrementos) en los inventarios / Adjustments for decreases (increases) in inventories	\$ (866)	\$ (5,597)	\$ 11,419	\$ 3,754	\$ 4,804	\$ 911
Ajustes por disminuciones (incrementos) en la cartera de créditos y operaciones de leasing financiero / Adjustments for decreases (increases) in the credit portfolio and financial leasing operations	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1,490
Ajustes por la disminución (incremento) de cuentas por cobrar de origen comercial / Adjustments for decrease (increase) in accounts receivable from commercial sources	\$ (100,015)	\$ (97,925)	\$ 54,157	\$ 52,030	\$ (47,217)	\$ (69,770)
Ajustes por el incremento (disminución) de cuentas por pagar de origen comercial / Ajustes por el incremento (disminución) de cuentas por pagar de origen comercial	\$ 36,261	\$ 549,543	\$ (282,773)	\$ (77,119)	\$ (17,488)	\$ 117,676
Ajustes por gastos de depreciación y amortización / Adjustments for Depreciation and amortization expenses	\$ 407,229	\$ 432,589	\$ 544,341	\$ 563,187	\$ 549,347	\$ 418,664
Ajustes por deterioro de valor (reversiones de pérdidas por deterioro de valor) reconocidas en el resultado del periodo / Impairment adjustments (reversals of impairment losses) recognized in profit or loss	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 30,783
Ajustes por provisiones / Adjustments for provisions	\$ 147,806	\$ 228,412	\$ 109,783	\$ 147,549	\$ (75,132)	\$ (184)
Otros ajustes por partidas distintas al efectivo / Other adjustments for different items to cash	\$ 213,120	\$ 5,969	\$ (69,524)	\$ (208,441)	\$ 58,032	\$ 37,943
<b>Total ajustes para conciliar la ganancia (pérdida)/ Total adjustments to reconcile net income (loss)</b>	\$ <b>703,535</b>	\$ <b>1,112,992</b>	\$ <b>289,970</b>	\$ <b>424,591</b>	\$ <b>535,890</b>	\$ <b>544,733</b>
<b>Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones / Net cash flows from (used in) operations</b>	\$ <b>667,043</b>	\$ <b>1,044,333</b>	\$ <b>63,706</b>	\$ <b>274,613</b>	\$ <b>536,627</b>	\$ <b>623,717</b>
Intereses pagados / Interest paid	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 47,518
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Net cash flows from (used in) operating activities</b>	\$ <b>667,043</b>	\$ <b>1,044,333</b>	\$ <b>63,706</b>	\$ <b>274,613</b>	\$ <b>536,627</b>	\$ <b>576,199</b>

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Cash flows from (used in) operating activities	1 ene - 31 dic 2014/ 1st Jan - 31 Dic 2014	1 ene - 31 dic 2015/ 1st Jan - 31 Dic 2015	1 ene - 31 dic 2016/ 1st Jan - 31 Dic 2016	1 ene - 31 Dic 2017 / 1st Jan - 31st Dic 2017	1 ene - 31 Dic 2018 / 1st Jan - 31st Dic 2018	1 ene - 31 Dic 2019 / 1st Jan - 31st Dic 2019
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios / Cash flows from losing control of subsidiaries or other businesses	\$ 3,930	\$ 5,807	\$ 5,996	\$ 7,454	\$ 3,413	\$ -
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios / Cash flows used to obtain control of subsidiaries or other businesses	\$ (7,714)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo / Amounts from the sale of property, plant and equipment	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 4,135	\$ 335
Compras de propiedades, planta y equipo / Purchases of property, plant and equipment	\$ (510,501)	\$ (721,256)	\$ (257,847)	\$ (212,336)	\$ (272,297)	\$ (266,226)
Compras de activos intangibles / Purchases of intangible assets	\$ (171,440)	\$ (132,563)	\$ (147,755)	\$ (70,923)	\$ (51,799)	\$ (53,971)
Otras entradas (salidas) de efectivo / Other inflows (outflows) of cash	\$ (17,543)	\$ (1,150)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión / Net cash flows from (used in) investment activities</b>	<b>\$ (703,267)</b>	<b>\$ (849,163)</b>	<b>\$ (399,606)</b>	<b>\$ (275,805)</b>	<b>\$ (316,548)</b>	<b>\$ (319,863)</b>
Dividendos pagados / Dividends paid	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados) / Income Tax Refund (paid)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras entradas (salidas) de efectivo / Other cash inflows (outflows)	\$ (62,154)	\$ (471,722)	\$ 20,000	\$ (20,000)	\$ -	\$ (238,198)
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación / Net cash flows from (used in) financing activities</b>	<b>\$ (62,154)</b>	<b>\$ (471,722)</b>	<b>\$ 20,000</b>	<b>\$ (20,000)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (238,198)</b>
<b>Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio / Net increase (decrease) of cash and cash equivalents before exchange rate effects</b>	<b>\$ (98,378)</b>	<b>\$ (276,552)</b>	<b>\$ (315,900)</b>	<b>\$ (21,192)</b>	<b>\$ 220,079</b>	<b>\$ 18,138</b>
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo / Effects of the variation on the exchange rate on cash and cash equivalents	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo / Net increase (decrease) in cash and cash equivalents</b>	<b>\$ (98,378)</b>	<b>\$ (276,552)</b>	<b>\$ (315,900)</b>	<b>\$ (21,192)</b>	<b>\$ 220,079</b>	<b>\$ 18,138</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo / Cash and cash equivalents at the beginning of the period	\$ 960,286	\$ 861,909	\$ 585,357	\$ 269,457	\$ 248,264	\$ 468,343
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo / Cash and cash equivalents at the end of the period</b>	<b>\$ 861,909</b>	<b>\$ 585,357</b>	<b>\$ 269,457</b>	<b>\$ 248,264</b>	<b>\$ 468,343</b>	<b>\$ 486,481</b>

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Cash flows from (used in) operating activities	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )					
Ganancia (pérdida) /Gain (loos)	\$ 26,729	\$ 30,190	\$ 47,925	\$ 55,845	\$ 72,558
<b>Ajustes para conciliar la ganancia (pérdida) / Adjustments to reconcile net income (loss)</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ajustes por gasto por impuestos a las ganancias / Adjustments for income tax expense	\$ (43,503)	\$ 29,368	\$ 5,478	\$ (8,907)	\$ (9,601)
Ajustes por disminuciones (incrementos) en los inventarios / Adjustments for decreases (increases) in inventories	\$ 4	\$ (41)	\$ 56	\$ 19	\$ (85)
Ajustes por disminuciones (incrementos) en la cartera de créditos y operaciones de leasing financiero / Adjustments for decreases (increases) in the credit portfolio and financial leasing operations	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ajustes por la disminución (incremento) de cuentas por cobrar de origen comercial / Adjustments for decrease (increase) in accounts receivable from commercial sources	\$ (11,538)	\$ 782	\$ 4,183	\$ (1,733)	\$ (7,268)
Ajustes por el incremento (disminución) de cuentas por pagar de origen comercial / Ajustes por el incremento (disminución) de cuentas por pagar de origen comercial	\$ 36,736	\$ 315,956	\$ (29,215)	\$ (32,337)	\$ (34,764)
Ajustes por gastos de depreciación y amortización / Adjustments for Depreciation and amortization expenses	\$ 399,559	\$ 400,047	\$ 393,735	\$ 403,269	\$ 385,385
Ajustes por deterioro de valor (reversiones de pérdidas por deterioro de valor) reconocidas en el resultado del periodo / Impairment adjustments (reversals of impairment losses) recognized in profit or loss	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Ajustes por provisiones / Adjustments for provisions	\$ 40,996	\$ 41,504	\$ 58,182	\$ 63,259	\$ 74,447
Otros ajustes por partidas distintas al efectivo / Other adjustments for different items to cash	\$ 37,677	\$ (213,787)	\$ (88,816)	\$ (19,069)	\$ 31,946
<b>Total ajustes para conciliar la ganancia (pérdida)/ Total adjustments to reconcile net income (loss)</b>	\$ <b>459,931</b>	\$ <b>573,830</b>	\$ <b>343,603</b>	\$ <b>404,502</b>	\$ <b>440,060</b>
<b>Flujos de efectivo netos procedentes (utilizados en) operaciones / Net cash flows from (used in) operations</b>	\$ <b>486,661</b>	\$ <b>604,020</b>	\$ <b>391,528</b>	\$ <b>460,347</b>	\$ <b>512,618</b>
Intereses pagados / Interest paid	\$ 24,022	\$ 24,785	\$ 24,785	\$ 24,785	\$ 33,345
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Net cash flows from (used in) operating activities</b>	\$ <b>462,639</b>	\$ <b>579,235</b>	\$ <b>366,743</b>	\$ <b>435,562</b>	\$ <b>479,273</b>

Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación / Cash flows from (used in) operating activities	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión / Cash flows from (used in) investment activities</b>					
Flujos de efectivo procedentes de la pérdida de control de subsidiarias u otros negocios / Cash flows from losing control of subsidiaries or other businesses	\$ 514	\$ 381	\$ 268	\$ 172	\$ 90
Flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias u otros negocios / Cash flows used to obtain control of subsidiaries or other businesses	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo / Amounts from the sale of property, plant and equipment	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Compras de propiedades, planta y equipo / Purchases of property, plant and equipment	\$ (281,705)	\$ (285,196)	\$ (291,912)	\$ (300,366)	\$ (307,202)
Compras de activos intangibles / Purchases of intangible assets	\$ (51,621)	\$ (52,261)	\$ (53,492)	\$ (55,041)	\$ (56,293)
Otras entradas (salidas) de efectivo / Other inflows (outflows) of cash					
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión / Net cash flows from (used in) investment activities</b>	<b>\$ (332,812)</b>	<b>\$ (337,076)</b>	<b>\$ (345,135)</b>	<b>\$ (355,235)</b>	<b>\$ (363,406)</b>
Dividendos pagados / Dividends paid	\$ (39,962)	\$ (353,163)	\$ (15,095)	\$ (23,963)	\$ (27,923)
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados) / Income Tax Refund (paid)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras entradas (salidas) de efectivo / Other cash inflows (outflows)	\$ (23,670)	\$ (24,719)	\$ -	\$ 50,291	\$ -
<b>Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación / Net cash flows from (used in) financing activities</b>	<b>\$ (63,632)</b>	<b>\$ (377,882)</b>	<b>\$ (15,095)</b>	<b>\$ 26,328</b>	<b>\$ (27,923)</b>
<b>Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio / Net increase (decrease) of cash and cash equivalents before exchange rate effects</b>	<b>\$ 66,195</b>	<b>\$ (135,722)</b>	<b>\$ 6,513</b>	<b>\$ 106,655</b>	<b>\$ 87,945</b>
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo / Effects of the variation on the exchange rate on cash and cash equivalents	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo / Net increase (decrease) in cash and cash equivalents</b>	<b>\$ 66,195</b>	<b>\$ (135,722)</b>	<b>\$ 6,513</b>	<b>\$ 106,655</b>	<b>\$ 87,945</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo / Cash and cash equivalents at the beginning of the period	\$ 486,481	\$ 552,676	\$ 416,953	\$ 423,467	\$ 530,121
<b>Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo / Cash and cash equivalents at the end of the period</b>	<b>\$ 552,676</b>	<b>\$ 416,953</b>	<b>\$ 423,467</b>	<b>\$ 530,121</b>	<b>\$ 618,066</b>

**WACC – Estructura contable**

	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
<b>Estimación Costo de Capital (Ke)</b>					
Tasa libre de riesgo Rf	0.79%	1.40%	1.90%	2.30%	2.60%
Tasa de impuestos	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Prima de riesgo de mercado	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%
Beta desapalancada	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
Beta apalancada	0.76	0.76	0.75	0.76	0.76
Riesgo País - EMBI	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%
<b>Costo de capital en USD</b>	<b>9.38%</b>	<b>9.98%</b>	<b>10.47%</b>	<b>10.94%</b>	<b>11.22%</b>
Inflación Estados Unidos	0.50%	1.80%	2.10%	2.00%	1.80%
Inflación Colombia	2.00%	3.00%	3.30%	3.30%	3.00%
Tasa de devaluación implícita	1.49%	1.18%	1.18%	1.27%	1.18%
<b>Costo de capital Ke</b>	<b>11.01%</b>	<b>11.28%</b>	<b>11.77%</b>	<b>12.36%</b>	<b>12.53%</b>
<b>Estimación Costo de la Deuda (Kd)</b>					
Costo de la deuda	7.00%	7.00%	7.00%	8.38%	8.38%
Tasa de impuestos	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>Ke después de impuestos</b>	<b>4.76%</b>	<b>4.83%</b>	<b>4.90%</b>	<b>5.86%</b>	<b>5.86%</b>
D/ E+D	14.59%	14.29%	13.98%	15.32%	14.93%
E/ E+D	85.41%	85.71%	86.02%	84.68%	85.07%
<b>WACC</b>	<b>10.10%</b>	<b>10.36%</b>	<b>10.81%</b>	<b>11.36%</b>	<b>11.53%</b>

**WACC – Estructura del mercado**

	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
<b>Estimación Costo de Capital (Ke)</b>					
Tasa libre de riesgo Rf	0.79%	1.40%	1.90%	2.30%	2.60%
Tasa de impuestos	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Prima de riesgo de mercado	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%	8.25%
Beta desapalancada	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
Beta apalancada	1.04	1.05	1.05	1.05	1.05
Riesgo País - EMBI	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%	2.35%
<b>Costo de capital en USD</b>	<b>11.74%</b>	<b>12.39%</b>	<b>12.93%</b>	<b>13.33%</b>	<b>13.63%</b>
Inflación Estados Unidos	0.50%	1.80%	2.10%	2.00%	1.80%
Inflación Colombia	2.00%	3.00%	3.30%	3.30%	3.00%
Tasa de devaluación implícita	1.49%	1.18%	1.18%	1.27%	1.18%
<b>Costo de capital Ke</b>	<b>13.41%</b>	<b>13.71%</b>	<b>14.26%</b>	<b>14.78%</b>	<b>14.97%</b>
<b>Estimación Costo de la Deuda (Kd)</b>					
Costo de la deuda	7.00%	7.00%	7.00%	8.38%	8.38%
Tasa de impuestos	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>Ke después de impuestos</b>	<b>4.76%</b>	<b>4.83%</b>	<b>4.90%</b>	<b>5.86%</b>	<b>5.86%</b>
D/ E+D	44.19%	44.19%	44.19%	44.19%	44.19%
E/ E+D	55.81%	55.81%	55.81%	55.81%	55.81%
<b>WACC</b>	<b>9.59%</b>	<b>9.79%</b>	<b>10.12%</b>	<b>10.84%</b>	<b>10.95%</b>

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Utilidad Operacional	\$ (3,349)	\$ 4,722	\$ 1,273	\$ 14,467	\$ 43,784
Tasa De Impuesto De Renta	32%	31%	30%	30%	30%
Impuestos Aplicados	\$ -	\$ 1,464	\$ 382	\$ 4,340	\$ 13,135
<b>UODI</b>	<b>\$ (3,349)</b>	<b>\$ 3,258</b>	<b>\$ 891</b>	<b>\$ 10,127</b>	<b>\$ 30,649</b>
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>	<b>\$ 437,206</b>	<b>\$ 444,810</b>	<b>\$ 452,808</b>	<b>\$ 476,656</b>	<b>\$ 490,481</b>
<b>CAPITAL INVERTIDO</b>					
Propiedades, Planta Y Equipo	\$ 2,094,065	\$ 2,072,372	\$ 2,053,173	\$ 2,026,061	\$ 2,017,090
Plusvalía	\$ 20,528	\$ 19,972	\$ 19,416	\$ 18,860	\$ 18,304
Activos Intangibles Distintos De La Plusvalía	\$ 345,072	\$ 304,175	\$ 275,042	\$ 254,290	\$ 241,373
Capital De Trabajo	\$ 300,926	\$ 184,744	\$ (139,175)	\$ 333,597	\$ 423,694
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 2,760,592</b>	<b>\$ 2,581,263</b>	<b>\$ 2,208,456</b>	<b>\$ 2,632,809</b>	<b>\$ 2,700,461</b>
<b>INVERSIÓN NETA</b>	<b>\$ 47,950</b>	<b>\$ (179,329)</b>	<b>\$ (372,808)</b>	<b>\$ 424,353</b>	<b>\$ 67,652</b>
<b>ROIC</b>	-0.1%	0.1%	0.0%	0.5%	1.2%
<b>IR (Tasa de inversión)</b>	11.0%	0.0%	0.0%	89.0%	13.8%
<b>Gradiente de crecimiento a perpetuidad - g</b>					<b>0.16%</b>

Flujo de Caja Libre FCF		2019	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
<b>TASA EFECTIVA DE IMPUESTOS / EFFECTIVE TAX RATE</b>		33%	32%	31%	30%	30%	30%
(Miles - Pesos / Thousand - Pesos )							
<b>Ingresos Operacionales / Operating Revenue</b>		\$ 1,438,489	\$ 1,446,692	\$ 1,465,854	\$ 1,496,221	\$ 1,532,371	\$ 1,570,762
<b>COSTOS Y GASTOS TOTALES (SIN PROVISIONES, DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES) / TOTAL COSTS AND EXPENSES (WITHOUT PROVISIONS, DEPRECIATION AND AMORTIZATION)</b>		\$ 995,306	\$ 1,009,486	\$ 1,019,581	\$ 1,043,031	\$ 1,051,376	\$ 1,067,146
<b>O p e r a c i ó n</b>	<b>EBITDA / EBITDA</b>	\$ 443,183	\$ 437,206	\$ 446,274	\$ 453,190	\$ 480,996	\$ 503,616
	(-) Amortización / Amortization	\$ 115,452	\$ 94,548	\$ 93,159	\$ 82,624	\$ 75,792	\$ 69,210
	(-) Provisiones / Provisions	\$ 31,862	\$ 40,996	\$ 41,504	\$ 58,182	\$ 63,259	\$ 74,447
	(-) Depreciaciones / Depreciation	\$ 302,243	\$ 305,011	\$ 306,889	\$ 311,111	\$ 327,477	\$ 316,174
	<b>(PERDIDA) UTILIDAD OPERACIONAL/ OPERATING EARNINGS (LOSS)</b>	\$ (6,375)	\$ (3,349)	\$ 4,722	\$ 1,273	\$ 14,467	\$ 43,784
	(-) Impuesto Operativo / Operating Tax	\$ -	\$ -	\$ 1,464	\$ 382	\$ 4,340	\$ 13,135
	<b>UODI</b>	\$ (6,375)	\$ (3,349)	\$ 3,258	\$ 891	\$ 10,127	\$ 30,649
	(+) Amortización / Amortization	\$ 115,452	\$ 94,548	\$ 93,159	\$ 82,624	\$ 75,792	\$ 69,210
	(-) Provisiones / Provisions	\$ 31,862	\$ 40,996	\$ 41,504	\$ 58,182	\$ 63,259	\$ 74,447
	(+) Depreciaciones / Depreciation	\$ 302,243	\$ 305,011	\$ 306,889	\$ 311,111	\$ 327,477	\$ 316,174
<b>FLUJO DE CAJA BRUTO</b>		\$ 443,183	\$ 437,206	\$ 444,810	\$ 452,808	\$ 476,656	\$ 490,481
(-) incremento en el KTNO		\$ 78,877	\$ (49,180)	\$ (20,201)	\$ (23,765)	\$ (11,843)	\$ (1,937)
<b>CAJA GENERADA POR LA OPERACIÓN</b>		\$ 522,060	\$ 388,026	\$ 424,609	\$ 429,043	\$ 464,813	\$ 488,544
<b>I n v e r s i ó n</b>	(-) Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	\$ 335	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
	(-) Compras de propiedades, planta y equipo	\$ (266,226)	\$ (281,705)	\$ (285,196)	\$ (291,912)	\$ (300,366)	\$ (307,202)
	(-) Compras de activos intangibles	\$ (53,971)	\$ (51,621)	\$ (52,261)	\$ (53,492)	\$ (55,041)	\$ (56,293)
	(+/-) Otras entradas (salidas) de efectivo Capex	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
	<b>Flujo de Caja Libre FCL</b>	\$ 202,197	\$ 54,700	\$ 87,152	\$ 83,640	\$ 109,406	\$ 125,048

	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
Flujo de Caja Libre FCL	\$ 54,700	\$ 87,152	\$ 83,640	\$ 109,406	\$ 125,048
Factor de descuento	1.10	1.22	1.35	1.50	1.67
Gradiente de Crecimiento - g					<b>0.16%</b>
WACC	10.10%	10.36%	10.81%	11.36%	11.53%
Valor presente FCL	<b>\$ 49,683</b>	<b>\$ 71,729</b>	<b>\$ 62,123</b>	<b>\$ 72,968</b>	<b>\$ 74,775</b>
Valor Actual FCL	\$ 331,278	35%			
Valor Continuidad	\$ 616,307	65%		\$	1,030,662
Valor de las Operaciones del Negocio	<b>\$ 947,584</b>				
+ Efectivo	\$ 486,481				
- Obligaciones Financieras	\$ 749,198				
Valor Patrimonio Estimado	<b>\$ 684,867</b>				
Acciones en circulación	3,550,553,412				
Valor por Acción	<b>\$ 193</b>				

	2020 P	2021 P	2022 P	2023 P	2024 P
Flujo de Caja Libre FCL	\$ 54,700	\$ 87,152	\$ 83,640	\$ 109,406	\$ 125,048
Factor de descuento	1.10	1.20	1.32	1.47	1.63
Gradiente de Crecimiento - g					<b>0.16%</b>
WACC	9.59%	9.79%	10.12%	10.84%	10.95%
Valor presente FCL	<b>\$ 49,915</b>	<b>\$ 72,439</b>	<b>\$ 63,129</b>	<b>\$ 74,501</b>	<b>\$ 76,752</b>
Valor Actual FCL	\$ 336,737	34%			
Valor Continuidad	\$ 667,182	66%		\$	1,087,000
Valor de las Operaciones del Negocio	<b>\$ 1,003,918</b>				
+ Efectivo	\$ 486,481				
- Obligaciones Financieras	\$ 749,198				
Valor Patrimonio Estimado	<b>\$ 741,201</b>				
Acciones en circulación	3,550,553,412				
Valor por Acción	<b>\$ 209</b>				

## ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

Judith Cecilia Vergara Garavito

[Jvergar8@eafit.edu.co](mailto:Jvergar8@eafit.edu.co)

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585