



Vigilada Mineducación

Burkenroad Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá

JARBERTON BERNATE CASTAÑEDA
INGRITH VIVIANA CONTRERAS PATIÑO

Burkenroad

Asesor de Investigación:
Oscar Eduardo Medina Arango

UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF
CALI
2021

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

BVC: ETB

Fecha de valoración: diciembre 31 de 2020

Recomendación: Mantener

Precio de la Acción y Valor del IGBC

El enfoque de eficiencia en costos y gastos, junto a una mayor demanda por la actual coyuntura (Covid-19), ha permitido que ETB genere mejores resultados en generación de recursos desde la operación.

Las perspectivas macroeconómicas, junto con el cumplimiento de los supuestos financieros y estratégicos, determinan el precio proyectado de la acción en \$232 con un potencial de valorización de un 15.81% frente al precio actual (\$200 – septiembre 2021).

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados (Cifras en Millones COP)

Indicador	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA (COP) (Miles)	449,964,060	344,558,509	373,633,672	396,760,187	415,961,256
NOPLAT (Miles)	117,159,281	132,984,827	144,490,257	153,000,499	159,108,098
WACC	4.71%	5.47%	5.68%	6.43%	6.72%
FCL (Miles)	95,652,591	86,663,709	84,887,294	78,583,284	68,361,047
ROIC	0.6%	4.8%	5.0%	5.1%	4.9%
Margen EBITDA	26%	28%	30%	31%	32%
ROA	1.79%	1.98%	2.02%	2.10%	1.97%
ROE	3.43%	3.43%	3.98%	4.29%	4.70%
EPS	19.8	23.1	25.0	27.4	27.4
P/E	10.96	8.80	8.13	7.40	7.41
CFPS	26.94	24.41	23.91	22.13	19.25
ARPU (promedio de Ingresos anuales por usuario) (millones)	2.97	2.96	2.95	2.94	2.93

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP 709,755 millones agosto 2021

Número de acciones en circulación: 3.550.553.412

Volumen promedio diario del último año: 833.964 Acciones

Bursatilidad: Baja

Participación en el índice: COLCAP (0.09%) agosto 2021

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta: 0.74

Rango en el último año: 212-203 (agosto 2020 – agosto 2021)

Apreciación global de la compañía

Localización: Carrera 8va #20-56 Bogotá D.C.

Industria: Telecomunicaciones

Descripción: Compañía fundada en 1884, que brinda servicios de telefonía a nivel nacional y actualmente brinda otros servicios como telefonía móvil, fibra óptica, internet y almacenamiento de datos.

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

Sitio web de la compañía: www.etb.com

Analistas:

Jarberton Bernate

Ingrith Viviana Contreras

Directora de la Investigación de Inversión:

PhD Judith Vergara Garavito

Asesor de Investigación:

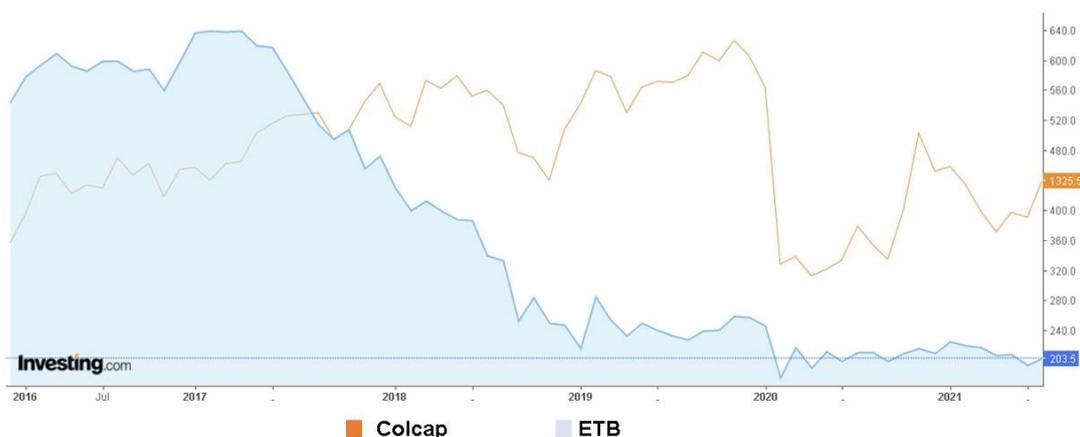
Oscar Eduardo Medina Arango

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El desempeño de la acción de Empresas de Telecomunicaciones de Bogotá, en los últimos 5 años, ha presentado una tendencia a la baja, con un promedio de precios entre el 2016 y 2021 de \$340, con fluctuaciones que van desde un precio mínimo de \$176 en marzo de 2020, ocasionado por la pandemia, y un precio máximo de 639 entre enero y abril de 2017, debido a información relevante publicada en el 2016 sobre la posibilidad de privatizar la compañía, lo cual no se presentó, generando un retroceso en el precio de la acción hasta la fecha. La disminución de la acción durante los últimos 5 años ha sido de un 65.94%, generando mayor incertidumbre en los inversionistas actuales, ya que no ha logrado la recuperación esperada.

El beta de la acción en el periodo analizado es de 0.74, lo cual indica que la acción tuvo menos variaciones que el mercado colombiano (COLCAP), generando un menor riesgo sistemático.

Gráfico 1. Precio de la acción (2016 - agosto 2021)



Fuente: Investing.com, 2021.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Realizado el análisis, a través de la metodología de Flujo de Caja Descontado y considerado el entorno macroeconómico, la recomendación para los inversionistas es mantener la acción de la compañía. Lo anterior, se sustenta en

la consecución de la estrategia de eficiencia en costos, rentabilización de las inversiones, y su perspectiva de corto plazo de transición de su Wallet Share de usuarios de cobre a fibra óptica, por lo cual se determina un precio objetivo con potencial de valorización de 6.73% frente a septiembre de 2021 y un 15.81% frente a diciembre de 2020.

TESIS DE INVERSIÓN

Durante los últimos 5 años la compañía ha presentado un mejor desempeño. Desde la puesta en marcha de su estrategia, enfocada en la eficiencia en costos y gastos, la compañía ha logrado concretar mejores resultados en materia de generación de caja desde la operación; si bien la utilidad neta durante los últimos años ha sido negativa -excepto la del año 2019-, sus afectaciones principales se explican por su rubro en depreciaciones y amortizaciones. Desde la operación se ha conservado un margen Ebitda superior al 30% y un ciclo de efectivo en días más ágil, generando caja suficiente para el cumplimiento de sus acreencias. En cuanto al Capex, como proporción de los ingresos de la compañía, este ha estado por encima, en promedio, de 153% durante los últimos 5 años, siendo este un comportamiento recurrente en compañías de las telecomunicaciones. En cuanto a la rentabilidad generada desde las inversiones en capital (ROIC), esta ha venido mejorando de forma sostenida y con tendencia positiva, pasando de un -6% en 2017 a un 3.2% para el 2020.

Desde las condiciones y potencial crecimiento en la demanda, se observa que la compañía logra aumentar en total su número de usuarios en el último año, evaluado en un 5.58%, en una industria concentrada en participaciones, con fuertes competidores, con barreras de entrada y altas necesidades de inversión en Capex, obligando a los participantes del mercado a incurrir en altos niveles de apalancamiento, y que, de no materializarse el retorno de las inversiones, fácilmente llevaría a que la compañía presente dificultades en conservar sus niveles de caja. En los próximos cinco años, la compañía tiene presupuestado una inversión en Capex cercano a \$1.2 billones, para la ampliación de su infraestructura en fibra óptica, permitiéndole alcanzar con mayor facilidad nuevos usuarios, lo que impacta directamente su generación de ingresos, en una línea de servicios con mayores márgenes de utilidades.

VALORACIÓN

Para la valoración de la compañía, la metodología utilizada fue el Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD), pues a través de esta, se reconoce a la compañía como un ente generador de flujos futuros que se descuentan a una tasa apropiada, teniendo en cuenta factores de riesgo inherentes a la compañía y factores externos. La metodología depende de tres factores principalmente: la proyección de los Flujos de Caja Libre (FCL), la tasa de descuento, siendo esta el costo de capital (WACC), y el valor de continuidad.

Se proyectan los FCL para los próximos cinco años (2021-2025), dichos flujos se traen a valor presente, a una tasa de descuento calculada por año (*Rolling WACC*). Para la obtención de la tasa de descuento (WACC), se estimó el componente K_e , a través del modelo CAPM y con respecto al K_d , se consideró la tasa efectiva de impuestos, el costo de intereses y la proporción de financiación con terceros para cada periodo (Ver Tabla 1). Una vez calculado el Enterprise Value (EV), se consideró los equivalentes de efectivo, se restó la deuda, y el modelo arroja un valor estimado de la acción de COP \$232.

Tabla 1. Cálculo Rolling WACC

Rolling WACC	2020	2021	2022	2023	2024	2025
D/E	37.5%	42.6%	52.5%	63.8%	75.9%	89.8%
D/(D+E) (Wd)	27.3%	29.9%	34.4%	39.0%	43.2%	47.3%
E/(D+E)	72.7%	70.1%	65.6%	61.0%	56.8%	52.7%
ESTIMACIÓN COSTO CAPITAL (Ke)						
Tasa Libre Riesgo	0.93%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
EMBI	2.06%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Prima Riesgo Mercado	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%
Beta apalancado	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
Beta desapalancado	0.83	0.85	0.89	0.94	1.00	1.06
Costo Capital (KE) USD	6.03%	6.93%	7.10%	7.28%	7.48%	7.70%
Tasa Devaluación COP/usd	4.74%	-2.00%	-0.80%	-0.30%	1.40%	2.20%
CAPM Ke COP	11.05%	4.80%	6.24%	6.96%	8.98%	10.07%
ESTIMACIÓN COSTO DEUDA (Kd)						
Kd	6.39%	6.72%	5.98%	5.51%	4.59%	4.45%
Tasa Impuesto	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
Kd después de impuestos	4.28%	4.50%	4.01%	3.69%	3.07%	2.98%
CAPITAL DE WACC %	9.20%	4.71%	5.47%	5.68%	6.43%	6.72%

Fuente: Elaboración propia, 2021.

Con respecto al flujo de caja de los próximos 5 años, se observa una disminución, lo cual se explica principalmente por las inversiones en Capex, que la compañía

estratégicamente tendrá durante los próximos años.¹ Con respecto a la demanda, estiman crecer en el número de usuarios en fibra óptica, lo que incidirá en forma positiva en el crecimiento de los ingresos, en un promedio de 0.63%. Dado que la compañía ha conseguido y sostenido una estabilidad en los ingresos, se estima un g de un 0%, esto por la madurez y competencia de la industria.

Tabla 2. Valoración bajo metodología Flujo Caja Libre

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FLUJO DE CAJA LIBRE		\$95,652,591	\$86,663,709	\$84,887,294	\$78,583,284	\$68,361,047
WACC	9.2%	4.7%	5.5%	5.7%	6.4%	6.7%
Vr Terminal Perpetuidad					1,017,717,263	

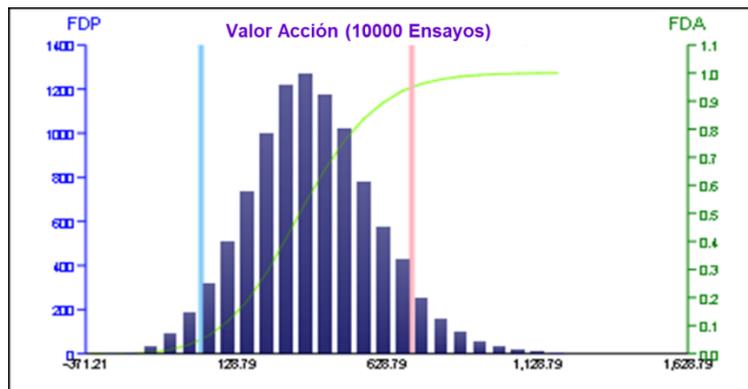
Valoración [millones de USD]		
VP del FCL	305,815,896	27.18%
VP del valor de continuidad	819,281,568	72.82%
Enterprise Value (EV)	1,125,097,464	
(+) Efectivo	442,065,916	
(-) Deuda	744,803,021	
Equity	822,360,359	
Cantidad acciones	3,550,553	
Valor acción	232	

Fuente: Elaboración propia, 2021.

Por medio de simulaciones de diferentes escenarios con el programa @risk simulator, se evaluó la calidad del modelo de proyección, los valores promedios en los que podría estar la acción y la sensibilidad de algunas variables. Con 10.000 iteraciones y un nivel de confianza del 90%, se podría afirmar que el precio de la acción de la compañía estará en promedio, entre COP\$11.97 y COP\$711.70.

¹ Fuente: Valoraanalitik "ETB se une con Enel (Ufinet) para el proyecto más ambicioso de su historia". Disponible en <https://www.valoraanalitik.com/2021/06/22/etb-une-con-enel-ufinet-para-proyecto-mas-ambicioso-de-historia/>

Gráfico 2. Simulación del rango de precio de la acción



Tipo: Dos Colas, Más Bajo: 11.9795, Superior: 711.7048, Certeza: 90.0000%

Fuente: Elaboración propia a partir de @riskimulator, 2021.

Se definieron como variables Inputs: Ingresos, Margen Ebitda, KTNO, WACC y g; las variables que más inciden en el precio de la acción, según el análisis de sensibilidad, son los ingresos del 2024 y 2025; WACC 2025, Margen Ebitda 2025, como se muestra en el siguiente gráfico.

Gráfico 3. Variables que inciden precio acción ETB



Fuente: Elaboración propia a partir de @riskimulator, 2021.

Por otro lado, se realizó un análisis de la incidencia que tiene el WACC y el g en el valor de la acción, arrojando los siguientes resultados:

Tabla 3. Valor acción - cambios WACC vs g

wacc	Precio Accion	Movimiento en el Valor de la perpetuidad				
		Gradiente Crecimiento				
		0%	0.50%	3.28%	3.84%	6.90%
	4.7%	329	367	1,071	1,747	(713)
	5.4%	288	318	735	1,000	(1,027)
	5.5%	280	308	686	911	(1,142)
	6.7%	232	250	452	540	(8,473)
	9.2%	169	179	263	290	674

Fuente: Elaboración propia, 2021.

ANÁLISIS VALORACION POR MÚLTIPLOS

Se realiza análisis por múltiplos con los pares del sector de telecomunicaciones en LATAM, los ratios utilizados para el análisis, son:

1. P/E (Price To Earning)
2. P/S (Price to Sales)
3. EV/EBITDA (Enterprise Value/EBITDA)
4. P/BV (Price To Book Value)
5. EBITDA
6. ROE (Return on Equity)

Tabla 4. Valoración por múltiplos

COMPAÑÍA	SIGLA	PAIS	Mkt Capital COP MM	P/S	P/E	EV/EBITDA	EBITDA	P/BV	ROE
				2021	2021	2021	2021	2021	2021
Empresa de Telecomunicación de Bogotá	ETB	COP	709,755	0.50	n.a	2.35	449,964	0.36	-1.4%
America Movil SAB de CV	AMXL	MXN	194,021	1.23	10.4	4.57	329,599	4.99	48.4%
Axtel CPO, S.A.B. De C.V.	AXTELCPO	MXN	2,869,307	1.19	n.a	4.65	6,327	5.92	-14.5%
Telecom Argentina S.A.	TECO2	ARG	14,704	1.20	1.9	6.13	1,135	2.72	0.1%
Empresa Nacional De Telecom	ENTEL	CHL	5,353	0.50	8.9	4.59	679,905	1.01	7.6%
PROMEDIO				0.9	7.1	4.5	293,386	3.0	8.0%
MINIMO				0.5	1.9	2.4	1,135	0.4	-15%
MAXIMO				1.2	10.4	6.1	679,905	5.9	48%

Fuente: Elaboración propia basados en datos de Bloomberg e Investing, 2021.

Para las compañías ETB y Axtel no hubo P/E, debido a que no generaron utilidades el último año (2020).

Una vez realizado el análisis de la industria a nivel LATAM, se sensibiliza el precio de la acción, de acuerdo con los múltiplos promedios, máximo y mínimo. Como

se observa en la Tabla 55, el precio de la acción se encuentra entre COP 201 y 3.307, indicando que existe un posible y potencial escenario de valorización.

Tabla 5. Precio de la acción por múltiplos

	Mínimo	Promedio	Máximo
Ventas Por acción	405.7	405.7	405.7
Valoración por P/S	0.50	0.92	1.23
Valor ETB por P/S	202.84	374.84	498.98
EBITDA	449,964,060	449,964,060	449,964,060
EV/EBITDA	2.35	4.46	6.13
VALOR COMPAÑÍA	1,057,415,541	2,005,939,779	2,758,279,688
Valor ETB por EV/EBITDA	297.82	564.97	776.86
Patrimonio Contable por acción	558.74	558.74	558.74
Valoración por P/BV	0.36	3.00	5.92
Valor ETB por P/S	201.15	1,676.23	3,307.77

Fuente: Elaboración propia, 2021.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Tamaño de la industria, estructura y fuentes de creación de valor

El tamaño del mercado de las telecomunicaciones colombiano, para el año 2019, tiene un valor estimado de \$34 billones aproximadamente. Se observa una alta concentración del mercado, puesto que del total de 242 compañías, 6 de estas cuentan con el 72.87% de participación. De acuerdo con lo informado, de forma preliminar por el DANE, el Sector de Información y Comunicaciones durante el tercer trimestre de 2020, ha presentado un decrecimiento del -2.4% con respecto al mismo trimestre del año 2019. Sin embargo, según lo informado por el Ministerio de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (MinTIC), el mercado de telecomunicaciones en el ámbito nacional mantuvo un leve crecimiento, puesto que a nivel general, el Covid-19, con sus efectos sociales y económicos, fue uno de los catalizadores de la transformación digital, tanto para empresas como para los hogares.

Factores macroeconómicos

El sector de telecomunicaciones no ha sido ajeno al impacto del Covid-19, como se mencionó anteriormente, y, de acuerdo con distintos análisis realizados, la economía mundial presentó un decrecimiento significativo que no se había visto desde la Segunda Guerra Mundial, afectando variables económicas, tales como la inflación, el desempleo, el aumento de pobreza, disminución y deterioro de la confianza, tanto del consumidor como del inversor. Sin embargo, el sector de telecomunicaciones fue un jugador importante en la crisis mundial, según la Unión Internacional de Telecomunicaciones (UIT), pues el tráfico en internet presentó un aumento cercano al 30% a nivel mundial, haciendo que el sector se consolide a nivel internacional como un punto clave para salir de la crisis actual. Los países mejor preparados y que cuenten con una mayor adopción digital serán los primeros llamados a revertir los efectos negativos de la crisis actual.

Sector Regulado

En la actualidad, Colombia cuenta con varias entidades reguladoras del sector de telecomunicaciones, tales como el MinTIC, encargado de otorgar permisos para la prestación de servicios postales; la CRC (Comisión de Regulación de Comunicaciones), encargada de todo lo concerniente a la regulación de tarifas y fallas del mercado; y la ANE (Agencia Nacional del Espectro), encargada de planear el uso del espectro radioeléctrico. De acuerdo con el informe realizado a la asamblea de accionistas de ETB, para el 2021, la compañía atendió durante el 2020, 1.000 trámites, entre los cuales el 57% fueron consultas regulatorias internas, el 11% requerimientos a entes de vigilancia TIC y el 5% comentarios sobre proyectos normativos. En particular, le otorgaron a ETB licencias con vigencia de 10 años para el uso del espectro radioeléctrico, permitiendo así conectar cada día a más usuarios, garantizando la prestación de servicios a personas que se encuentran en zonas de difícil acceso.

Análisis de Porter

El sector de las telecomunicaciones se ha caracterizado a través de la historia, por tener un número limitado de compañías participantes en la oferta del servicio, presentándose posibles escenarios monopólicos a nivel mundial. Esto se explica

principalmente porque un nuevo participante incurra en altos niveles de inversión, para poder entrar como ofertante y prestar servicios de alta calidad.

De acuerdo con lo anterior, es de vital importancia la revisión de las cinco fuerzas de Porter, para diagnosticar las posibles oportunidades y amenazas que se pueden tener en el sector, lo cual ayudará a la compañía a tener estrategias bien definidas que le permitan posicionarse en el mercado.

1. **Poder negociación cliente:** La compañía deberá mantener la calidad del servicio ofrecido y, con el nuevo esquema de fibra óptica, podrá tener un valor añadido a su prestación de servicio, sin embargo, deberá mantener los precios ofertados para no afectar la demanda actual.
2. **Poder negociación con los proveedores:** Se deberá contar con alianzas estratégicas con las pequeñas y medianas empresas, para que puedan mantener la calidad en los servicios prestados, así como una alta preferencia por los actuales y nuevos usuarios.
3. **Nuevos competidores entrantes:** El ingreso de nuevos competidores beneficia al consumidor final del servicio, por tal razón, la compañía deberá asegurarse de mantener la calidad, la diferenciación de los servicios y verificar la viabilidad de disminución de precios, ya que las nuevas compañías deberán fijar precios más bajos para el ingreso al mercado.
4. **Amenazas productos sustitutos:** La compañía deberá considerar sus niveles de inversión en innovación eficaces, para ajustarse a lo que solicite la industria y el mercado, pues cada día el mercado es más dependiente de la tecnología y sus usos.
5. **Rivalidad entre competidores:** Se deberá contar con estrategias bien definidas y buen posicionamiento en el mercado, para competir con los jugadores importantes en el sector.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

ETB es una compañía fundada en 1884. En sus inicios comenzó brindando servicios de telefonía a nivel nacional y actualmente brinda otros servicios como telefonía móvil, fibra óptica, internet y almacenamiento de datos. A lo largo de su historia, esta compañía se ha posicionado como una de las empresas de telecomunicaciones más importantes en el país, lo anterior, gracias a su visión estratégica y al enfoque en 4 objetivos fundamentales: fortalecimiento de servicios ya existentes, excelencia en el servicio prestado, monetización de las inversiones realizadas en fibra óptica y ser el principal aliado del distrito en el desarrollo de su estrategia de transformación digital.

Sus grandes cambios a través del tiempo han hecho que la compañía experimente un viraje empresarial, fundamentado en el cambio de la cultura organizacional, enfocándose en la disciplina financiera, gestión de recursos del público y ajustándose a las nuevas necesidades digitales de los usuarios, a los que provee servicios, disminuyendo así su dependencia de la tecnología de cobre y aumentando los usuarios activos con fibra óptica. Gracias a esto, la compañía hoy cuenta con ingresos más diversificados y rentables, toda vez que la fibra óptica pasó de representar el 5% de los ingresos al 20%, en el 2019, y 30% en el 2020; adicionalmente, en el 2019 la compañía ajustó su enfoque estratégico, llegando a casi un millón y medio de hogares conectables, es decir, con la posibilidad de acceder a la fibra óptica de ETB.

ETB presentó cambios de presidencia y Junta Directiva en el 2020. La presidencia actualmente es liderada por Sergio González Guzmán, quien con su experiencia desea ampliar el sector de telecomunicaciones, mejorar los servicios que ya tiene la empresa y enfocarse en generar un mayor valor para la compañía. En cuanto a la Junta Directiva, actualmente es conformada por: Rafael Orduz Medina, María Carolina Durán, Ignacio Pombo Villar, Fernando Quintero, Giovanni Palma, Mario Pacheco, y Sylvia Escovar Gómez.

ANÁLISIS FODA: FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS

Tabla 6. Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas

DEBILIDADES	<ul style="list-style-type: none"> - Líder en servicio de telefonía y fibra óptica (Ultra-banda ancha) a nivel nacional. - Posicionamiento de Marca. - Ecosistema digital robusto. - Trayectoria y conocimiento del sector de telecomunicaciones. 	<ul style="list-style-type: none"> - Diversificación del producto de tecnología de cobre a fibra óptica. - Optimización de costos a través del fortalecimiento de canales en línea y teletrabajo de sus colaboradores. - Alianzas estratégicas: UFINET (Aliado en Fibra óptica) y DirecTV (Aliado en Televisión). 	OPORTUNIDADES
FORTALEZAS	<ul style="list-style-type: none"> - Cobertura limitada en el país comparado con sus competidores, pues tiene una concentración en la zona centro de Colombia, lo cual restringe el crecimiento en su participación de mercado. - Falta de competitividad en paquetes de Planes (Internet- telefonía-televisión y telefonía móvil). - Atención al cliente (PQR) inoportuna, la cual afecta la estructura de costos de la compañía, por posibles sanciones y pérdida de usuarios activos o potenciales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Temas regulatorios en el sector de telecomunicaciones. - Pérdida de participación en clientes empresariales que representaban mayor margen de utilidad, dejando ingresos más bajos por el impacto del Covid-19. - Competidores fuertes. 	AMENAZAS

Fuente: Elaboración propia, 2021.

A continuación, se encuentran los porcentajes de participación que tienen los servicios ofertados por ETB con respecto a sus ingresos:

Tabla 7. Servicios ofertados ETB

Cifras en miles de millones de pesos

Ingresos por servicio	9M 2018	9M 2019	9M 2020
Cobre (LB+BA+TV)+LD	40%	34%	30%
Negocios especiales, datos e internet dedicado	27%	32%	32%
Fibra (FTTH+FTTC)	24%	27%	32%
Móviles	9%	7%	6%
Ingresos operacionales	1.031	1.031	1.001

Fuente: Elaboración propia, a partir de resultados corporativos 2020, ETB²

² Fuente: ETB registra utilidades por \$102 mil millones en el tercer trimestre de 2020 (2020), disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/2020-11-23-17-36-56-Comunicado-de-Prensa--Resultados-3T-2020.pdf>

ESTRATEGIA

Desde el año 2016 la compañía experimentó un cambio en el enfoque empresarial, que se fundamentó en un cambio de cultura, concentrándose en la disciplina financiera de la gestión de recursos, mayor fundamentación en la toma de decisiones, basándose en análisis cuantitativos, así como en el seguimiento y rendición de cuentas, lo que derivó en un enfoque estratégico corporativo denominado VES: Ventas, Eficiencia y Servicio. Con el cambio de presidente en marzo de 2020, su enfoque conserva en esencia su cultura gerencial, trazándose objetivos foco, tales como: potencializar los negocios actuales; el servicio al cliente; monetizar la fibra óptica, y que ETB lidere la estrategia de transformación digital de la capital del país. Durante los últimos años, la compañía ha demostrado su capacidad de ajuste a las nuevas necesidades digitales de sus usuarios, en tanto pasó de ser una empresa dependiente de la tecnología de cobre, a aumentar sus clientes en fibra óptica y otros productos de mayor valor agregado.³

Análisis de los competidores (y tabla comparativa de indicadores más relevantes)

Realizando un comparativo con sus competidores más cercanos, del total de la industria, ETB se encuentra en la 5ta posición del ranking, según su participación por ingresos del mercado.

Tabla 8. Participación de mercado

<i>Empresas</i>	<i># (242)</i>	<i>2019</i>	<i># (253)</i>	<i>2018</i>
COMUNICACION CELULAR S A COMCEL S A	1º	12,672,156	1º	8,009,742
COLOMBIA TELECOMUNICACIONES S.A. E.S.P.	2º	5,159,181	2º	4,917,468
UNE EPM TELECOMUNICACIONES S.A.	3º	2,580,436	4º	2,537,356
COLOMBIA MOVIL S A E S P	4º	2,241,142	5º	2,151,531
EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTA S.A.E.S.P.	5º	1,503,626	6º	1,420,618
DIRECTV COLOMBIA LTDA	6º	1,071,281	7º	1,069,241
TELEPERFORMANCE COLOMBIA S A S	7º	862,366	9º	550,258
CONEXRED S.A.S	8º	639,065	8º	654,661

³ Fuente: ETB quiere ser el aliado para una Bogotá inteligente, disponible en <https://www.eltiempo.com/bogota/entrevista-con-sergio-gonzalez-nuevo-presidente-de-la-etb-473686>

EFFECTIVO LTDA	9º	543,156	10º	517,112
AVANTEL S A S - EN REORGANIZACIÓN	10º	432,638	11º	428,920

Fuente: Elaboración propia basados en datos Benchmark⁴, 2021.

Al realizar el comparativo frente a las cifras de Claro, y con respecto a la industria, se observa un comportamiento desfavorable, no solo en la generación de ingresos, sino también en la rentabilidad y la generación de caja desde la operación. Se destaca así su nivel de endeudamiento financiero y su rotación de inventarios.

Tabla 9. Indicadores financieros

INDICADORES FINANCIEROS	ETB 2019	CLARO 2019	INDUSTRIA 2019
Ingresos	1,470,422	12,672,156	34,616,160
ROE	3.91%	16.03%	5.78%
Margen EBITDA	30.10%	38.55%	23.92%
Margen Neto	5.37%	9.49%	3.64%
Endeudamiento Financiero	24.08%	36.22%	60.60%
Pasivo Fro/ EBITDA	0.8	0.94	2.5
EBITDA/Intereses	6.19	10.12	NA
Rotación Cartera	137	64	97
Rotación Inventarios	0.07	16	21
Rotación Proveedores	53	83	175
Ciclo Operativo	84.07	-3	-57

Fuente: Elaboración propia, 2021.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

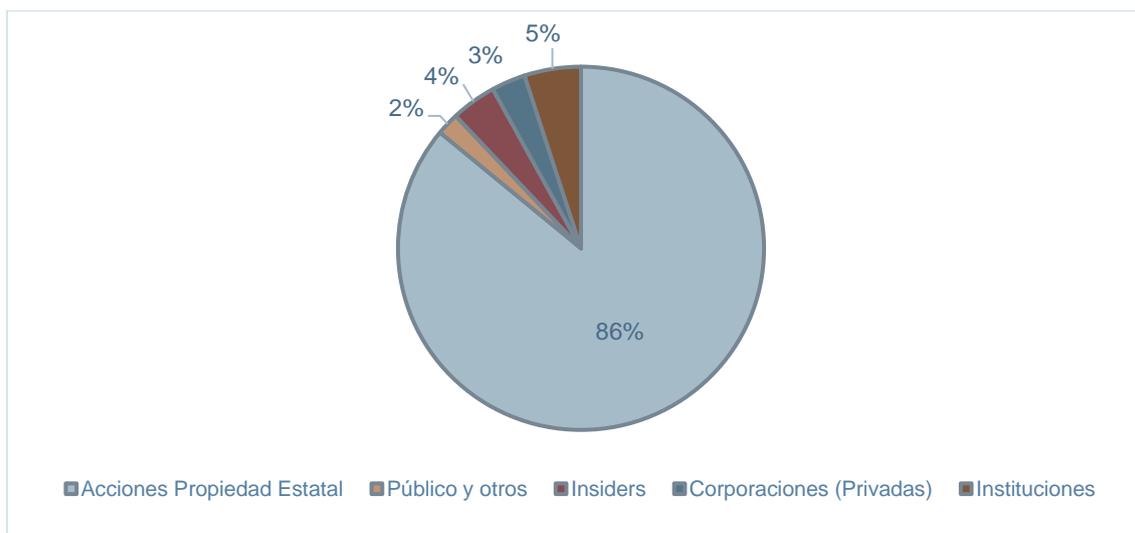
Las últimas dos administraciones de la compañía se han caracterizado por enfocar sus esfuerzos en rentabilizar sus inversiones, mejorando su estructura en costos y gastos, y aumentando su generación de caja desde la operación de la compañía en los últimos 5 años. Sin embargo, el conjunto de pasivos contingentes adquiridos años atrás, han ocasionado un aumento de provisiones en el resultado, que junto a las depreciaciones y amortizaciones, han impedido la materialización de utilidades netas en los últimos años y, por ende, restricciones en la repartición de dividendos.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

⁴ Fuente: Emis disponible en <https://www.emis.com/benchmark>

ETB cuenta con 3.550.553.412 acciones en circulación, donde el principal accionista es el distrito Capital, con una participación del 86.36% sobre la compañía, equivalentes a 3.066.154.179 acciones, seguido de instituciones con un 5% (principalmente fondos nacionales e internacionales), inversionistas privados con un 4% y otros inversionistas minoritarios con un 2%, para un total de 22.619 accionistas de esta compañía.

Gráfico 4. Accionistas ETB



Fuente: Elaboración propia, 2021.

La acción de ETB se encuentra en el mercado de alta liquidez en la Bolsa de Valores de Colombia, con una presencia bursátil a enero 2021 del 68.42%. En el 2015, con el ánimo de impulsar la liquidez en el mercado de capitales colombiano, Credicorp Capital⁵ se postuló como formador de liquidez para la acción de ETB, buscando así un mercado más atractivo para este tipo de inversiones. De acuerdo con el informe realizado a la asamblea de accionistas de ETB, para el 2021, el promedio del volumen de negociación diario pasó de \$234 millones en el año 2019 a \$230 millones en el 2020, con una variación del -1.7%; el precio por acción disminuyó en un -12.5%, pasando de \$247 a \$216 pesos por acción de un año a otro.

⁵ Fuente : Mercado Capitales Colombiano disponible en https://etb.com/corporativo/UploadFile/Informacion/2015-05- FORMADOR_LIQUIDEZ.pdf

Gráfico 5. Volumen de la acción de ETB

Fuente: S&P CAPITAL IQ, 2021.

Durante el 2019 la empresa registró utilidades por \$121.700 millones, y en la asamblea de accionistas del mes de abril del 2020, se decidió que dicha utilidad fuera utilizada para cubrir pérdidas acumuladas que tiene la compañía, por tal motivo⁶, se concluyó no repartir dividendos, situación que se repetirá para el 2021.

En los últimos años ETB no ha tenido una política clara de dividendos, pues en varias ocasiones ha dejado de repartirlos por distintos motivos, entre los cuales se encuentran: apalancamiento de su operación y cobertura de pérdidas acumuladas de la compañía.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Los principales riesgos identificados a los que la compañía se encuentra expuesta, son:

- La restricción en la liquidez por decretos del gobierno (Riesgo Legal-Financiero): Durante el año 2020, por disposición del gobierno de

⁶ Fuente: ETB inversionistas Disponible en <https://etb.com/corporativo/Inversionistas>

Colombia, se restringieron los cortes en la prestación de los servicios y cobro de morosidad, como consecuencia del no pago por parte de los clientes. Lo anterior ha impactado de forma negativa en su capacidad de generación de caja desde la operación.

- Restricción en la liquidez por las altas inversiones (Riesgo Financiero): en general, el sector de las telecomunicaciones es intensivo en Capex, por lo que hace necesario altos niveles de endeudamiento de largo plazo, generando mayores exigencias en la generación de caja para la cobertura de la deuda, y, si no se concretan los retornos de estas inversiones, vía dinámica comercial, se comprometería el cumplimiento de las acreencias por parte de ETB.
- Alta Competencia en el sector (Riesgo de Mercado): Grandes competidores operan el oligopolio de las telecomunicaciones en Colombia, por lo que exige a ETB lograr rentabilizar las inversiones realizadas a través de una mayor penetración en el mercado, y generar eficiencias que impidan perder vigencia en el sector.

¿De qué manera mitiga la empresa estos riesgos?

La forma en que la compañía mitiga cada uno de los riesgos identificados es:

- Riesgo legal-financiero: La compañía ha intensificado la matriz de cobro preventivo, ha creado planes de financiación para brindar mayor facilidad de pago a sus clientes, estrategias comerciales de descuento en algunos planes, recuperación de clientes a través de descuentos en reconexión y la implementación de chat y call bots, para la recuperación y cobro de su cartera.
- Riesgo financiero: Después del año 2016, la compañía realizó un control sobre sus inversiones, llevando a que la compañía tuviera alineado el nivel de inversiones a valores adecuados, de acuerdo con el sector.
- Riesgo de mercado: El enfoque de rentabilización de sus inversiones se ha traducido en una mejora en su generación de caja, dando margen a que la compañía pueda materializar a futuro, una mayor participación de

mercado en un mercado altamente competitivo.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Para realizar la Valoración de la compañía ETB, se utilizaron los datos históricos de los últimos 5 años (2016-2020) del estado en la situación financiera y estado de resultados, con el fin de revisar el comportamiento de las cifras y así poder llegar a identificar las principales variables que afectan la situación financiera de la compañía, y realizar así las proyecciones necesarias para el análisis requerido (2021-2025).

1. SUPUESTOS DE OPERACIÓN

Se analizaron los ingresos de la Compañía de forma separada, al ser la compañía que más incide en los ingresos por parte del grupo; se revisó año a año la participación y dinámica comercial de cada una de las líneas de negocio en las que participa; se estimó un promedio ponderado del crecimiento de los usuarios por la línea de negocio y su participación proyectada en cada una de estas, todo a la luz de la estrategia corporativa de ETB. Por lo anterior, se estima un crecimiento promedio en los siguientes 5 años del 0.63% de sus ingresos.

Con la estrategia de ETB desde el año 2016, VES (Ventas, Eficiencia, Servicio), la compañía ha logrado materializar desde su rentabilidad resultados favorables, producto del aumento de su participación en usuarios de fibra óptica, que en contraste, presenta mejor resultado a la fibra de cobre; adicionalmente, el enfoque de la mejora en eficiencia en costos y gastos, le ha permitido a la compañía obtener rentabilidades superiores al 30%, desde la puesta en marcha de esta nueva cultura organizacional. Considerando los resultados obtenidos durante los últimos años y verificando la composición de sus costos y gastos, se obtuvieron los siguientes resultados: un Margen Ebitda creciente que va desde el 26.29% para el año 2021 y termina en un 32.15% para el 2025. (Ver Gráfico 6)

Gráfico 6. Proyecciones ingresos, costos y gastos (2021-2025)

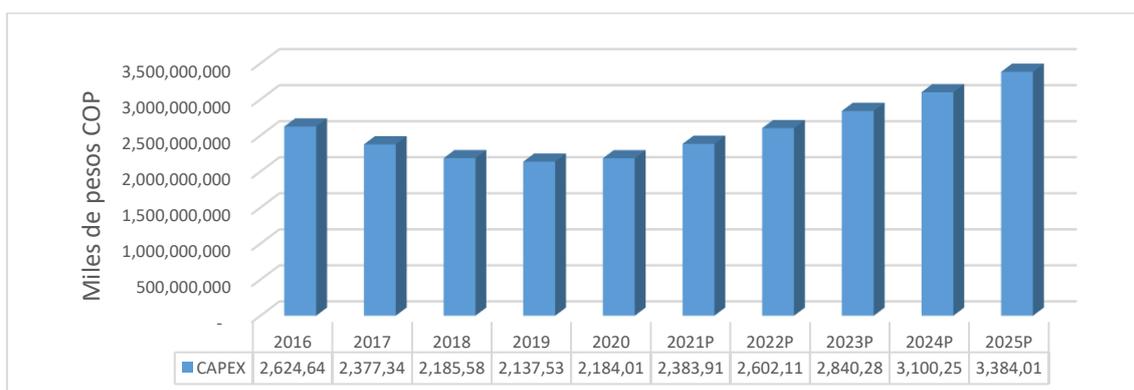


Fuente: Elaboración propia, 2021.

2. SUPUESTOS DE INVERSIÓN

La Compañía en los últimos años ha realizado inversiones en Capex, para la adquisición de nuevas redes de fibra óptica; por esta razón, para la proyección de inversiones en Capex, se utilizó como base la información relevante publicada recientemente por parte de ETB, sobre sus planes de inversión de aproximadamente \$1.2 billones en los próximos 5 años, lo que da como resultado un crecimiento promedio anual del 9.15%, durante el periodo relevante sujeto a análisis.

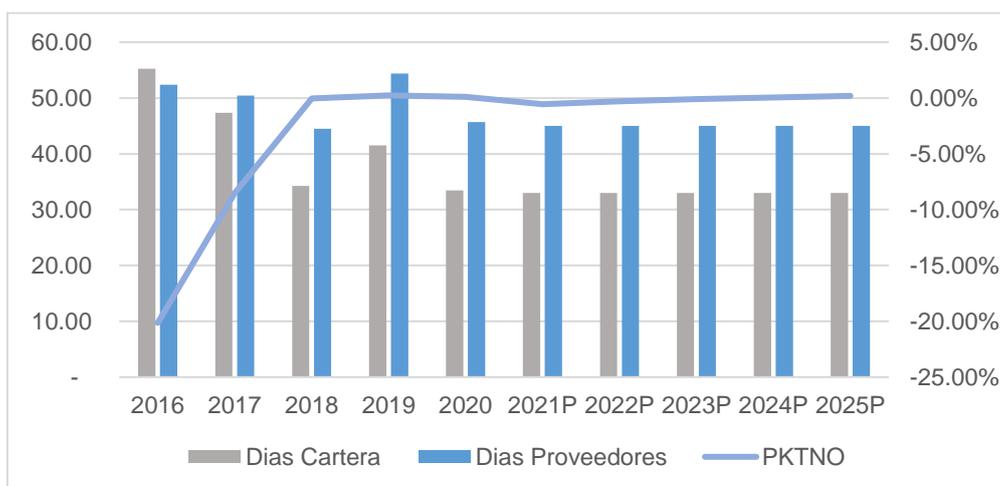
Gráfico 7. Inversión Capex



Fuente: Elaboración propia, 2021.

Para la proyección del KTNO, se utilizaron como base los microinductores de rotación en días, tales como la rotación de cartera, de inventario y proveedores. Con respecto a los días de cartera, durante el 2020 se establecieron acuerdos y esquemas de recuperación de cartera, ubicando su rotación en 33 días. Para los años proyectados, según la estrategia de la compañía y según lo observado en los últimos años por prueba estadística, se define una rotación de cartera de 34 y 31 días en promedio, para los años 2021 y 2022 respectivamente, para los siguientes años del periodo relevante se mantienen en 33 días. Para la rotación de inventario, se asume que se mantenga el promedio observado en los últimos años. Para la rotación de proveedores, dado el contexto jurídico y la obligatoriedad en el cumplimiento de la compañía de asegurar el pago en plazos justos, se estima que en promedio durante los siguientes 5 años sea de 45 días.

Gráfico 8. Proyección capital de trabajo



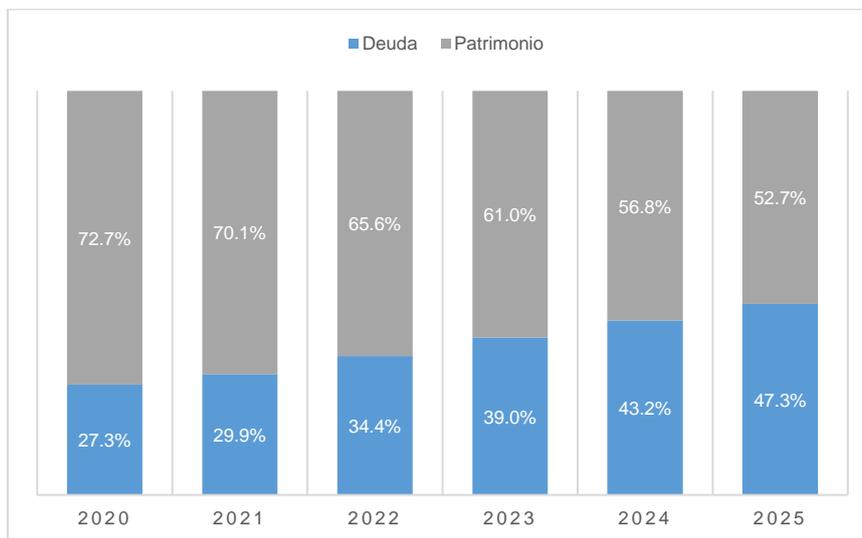
Fuente: Elaboración propia, 2021.

3. Hipótesis financieras

Para poder realizar la financiación de las inversiones en Capex que ha tenido la compañía, esta emitió en el 2013 un bono por valor de COP \$530.180.000.000 equivalentes a 299.882.350,28 USD con vencimiento a enero de 2023; por el lado de las proyecciones realizadas, se estima que la compañía realice apalancamiento con los Bancos con los que tiene cupo actualmente. Por lo

anterior, para las proyecciones, en la estructura financiera se incrementará la deuda, sin embargo, seguirá estando más concentrada en Equity, como se observa en el Gráfico 9

Gráfico 9. Estructura de financiación



Fuente: Elaboración propia, 2021.

4. Impuestos

La tasa de impuesto utilizada para las proyecciones fue del 33%, según lo pactado en el acuerdo de estabilidad tributaria que se tiene hasta el 2029.

Tabla 10. Impuesto de renta

Tasa Impuesto De renta	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Fuente: Elaboración propia, 2021.

ANÁLISIS BEN GRAHAM DIAL

Las siguientes tablas muestran en análisis Ben Graham Dial.

Tabla 6. Criterios Ben Graham Dial

Criterios	
1	E/P mayor a 2x el yield de los bonos del tesoro 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 5 años.

3	Un dividend yield igual a la mitad del yield de un bono del tesoro 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 de 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.

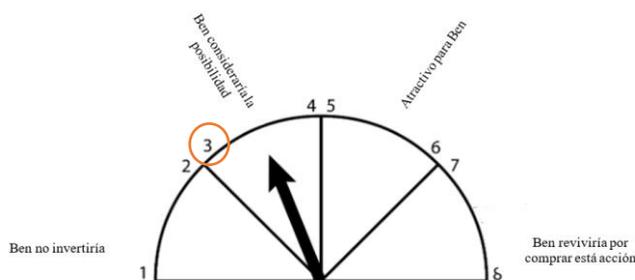
Fuente: Burkenroad, 2021.

Tabla 12. Análisis Ben Graham Dial

Criterio	ETB Año 2020		Criterio Ben Graham		Resultado		Observación
1 E/P (Año 2019)	8.63%		Yield Bond 10 años	1.86%	6.77%	Cumple	E/P es mayor al Yield de los bonos del tesoro a 10 años
2 P/E	10.96		P/E ratio más alto de la acción 5 años	5.793	16.76	No Cumple	El P/E ratio No 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.	1.35%	0	No Cumple	ETB no ha decretado dividendos desde el año 2015.
4 Precio de la acción	203		Valor en libros de la acción	838.1	635.12	Cumple	El precio de la acción es menor en 635 COP al 1.5x de su valor en libros.
5 Deuda Total	1,743		Valor en libros del equity	1,984	241.31	Cumple	La deuda total es menor al valor en libros del equity en COP 241 billones.
6 Razon Corriente	1.22		Razón corriente	2	(0.78)	No Cumple	La razón corriente de la compañía es menor a 2.
7 Crecimiento promedio de los ingresos	-9.62%		Crecimiento de los ingresos mayores a 7%	7%	-16.62%	No Cumple	El crecimiento de los ingresos anuales de la Compañía no supera el 7% durante los últimos cinco años.
8 Estabilidad Crecimiento Ganancias						No Cumple	La compañía en los últimos 5 años a tenido perdidas y ganancias, por ende no presenta estabilidad.

Fuente: Elaboración propia, 2021.

Según los criterios de Ben Graham Dial, la compañía cumple con tres de los criterios establecidos, por tal razón, Ben consideraría la posibilidad de invertir.



FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- Bancolombia (2021). *Tabla macroeconómicos proyectados* (en línea), disponible en <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados>
- Banrep (2021). *Histórico IBR* (en línea), disponible en <https://totoro.banrep.gov.co/analytics/saw.dll?Go>
- Blomberg (2021). *Múltiplos ETB*, (en línea), disponible en <https://www.bloomberg.com/>
- Bolsa de Valores De Colombia (2021). *Renta variable, acción ETB* (en línea), disponible en <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>
- Confidencial Colombia (Julio 2020). *ETB anuncia multimillonario plan de inversión en fibra óptica para Bogotá*, disponible en <https://confidencialcolombia.com/bogota/etb-anuncia-millonaria-inversion-de-fibra-optica/2020/07/08/>
- Damodaran (2021). *Betas by sector* (en línea), disponible en <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran (2021). *Finding the right financing mix: The capital structure decision* (en línea), disponible en <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- DANE (Diciembre 2020). *Boletín Técnico Producto Interno Bruto (PIB) III trimestre 2020*, disponible en <https://observatorio.desarrolloeconomico.gov.co/producto-interno-bruto/boletin-tecnico-pib-iii-trimestre-2020>
- Emis Benchmark (2021). *Tecnología, Medios Y Telecomunicaciones*, disponible en <https://www.emis.com/benchmark>
- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) (2016-2020). *Información Financiera (2016-2020)*, disponible en <https://etb.com/corporativo/Inversionistas#accion>
- ETB (Noviembre 2020). *ETB registra utilidades por \$102 mil millones en el tercer trimestre de 2020*, disponible en <https://etb.com/corporativo/UploadFile/Resultados/2020-11-23-17-36-56-Comunicado-de-Prensa-.-Resultados-3T-2020.pdf>
- ETB (2021). *Inversionistas*, disponible en <https://etb.com/corporativo/Inversionistas>

Fitch Calificadora de riesgo (Febrero 2021). *Fitch afirma calificaciones de ETB en “AA+ (COL); Perspectiva Estable*, disponible en <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-affirms-empresa-de-telecomunicaciones-de-bogota-at-aa-col-outlook-stable-15-02-2021>

Investing.com (2021). *ETB gráficos streaming* (en línea), disponible en <https://es.investing.com/equities/etb-historical-data> - acción ETB.

La República (Marzo 2020). *El enfoque del nuevo presidente de ETB*, disponible en <https://www.larepublica.co/empresas/el-enfoque-del-nuevo-presidente-de-la-etb-es-valorar-la-compania-y-no-venderla-2972950#:~:text=Esta%20semana%20se%20anunci%C3%B3%20a,en%20la%20capital%20del%20pa%C3%ADs>

La República (Febrero 2021). *ETB suscribe acuerdo con Ufinet*, disponible en <https://www.larepublica.co/empresas/etb-suscribio-acuerdo-con-ufinet-para-la-comercializacion-de-red-neutral-de-fibra-optica-3121019>

Mercado Capitales Colombiano (2015). *Credicorp Capital Colombia S.A., formador de liquidez de la especie ETB*. Disponible en https://etb.com/corporativo/UploadFile/Informacion/2015-05-_FORMADOR_LIQUIDEZ.pdf

Portafolio (Agosto 2020). *Colombia, con alta concentración del mercado de telecomunicaciones*, disponible en <https://www.portafolio.co/negocios/empresas/colombia-con-el-mercado-de-telecomunicaciones-mas-concentrado-del-mundo-543826>

S&P CAPITAL IQ (2021). *Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá*. Disponible en <https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/Login.aspx>

Valora analitik (Febrero 2020). *ETB y Directv firmaron alianza*, disponible en <https://www.valoraanalitik.com/2021/02/11/etb-y-directv-firman-alianza-para-impulsar-entretenimiento-streaming/>

Valora analitik (Febrero 2021). *Fitch Afirma Calificación ETB*, disponible en <https://www.valoraanalitik.com/2021/02/15/fitch-ratings-afirma-calificaciones-de-etb-y-su-perspectiva-estable/>

Yahoo Finance (2021). *Treasury Yield 10 Years* (en línea), disponible en <https://finance.yahoo.com/quote/%5ETNX/>

	2016	2017	2018	2019	2020
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes de efectivo	279,155,832	255,794,079	479,375,812	492,182,440	442,065,916
Excedentes de Caja					
Caja	43,711	40,500	36,000	35,500	39,000
Bancos y Corporaciones	231,942,883	191,243,948	387,767,869	440,299,390	422,439,455
Depósito en el exterior y bancos en moneda extranjer	5,020,037	43,216,176	435,490	671,713	631,163
Equivalentes de efectivo	3,000,000	-	16,168,839	-	8,441,958
Efectivo restringido	33,593,637	18,573,802	68,794,910	44,354,283	9,824,956
Depósito de administración de liquidez	5,555,564	2,719,653	6,172,704	6,821,554	689,384
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	402,382,183	246,768,017	256,244,332	303,397,960	258,189,682
Porción Corto plazo	380,857,018	232,673,179	243,198,702	291,322,149	247,439,675
porción Largo plazo	21,525,165	14,094,838	13,045,630	12,075,811	10,750,007
Otros activos financieros	6,698,755	38,910,508	25,347,744	13,106,776	583,742
Inventario neto	9,312,043	5,531,577	987,818	180,857	251,800
Deterioro por obsolescencias	(370,904)	(365,017)	(104,729)	(202)	-
Activos clasificados como mantenidos para la venta	-	29,578,357	22,492,908	10,639,708	13,728,661
Otros Activos	13,946,465	171,678,652	128,977,137	125,823,707	67,105,796
Porción Corto plazo	10,563,184	168,516,671	125,991,219	123,118,414	66,079,765
porción Largo plazo	3,383,281	3,161,981	2,985,918	2,705,293	1,026,031
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	686,586,832	731,004,371	897,394,203	930,550,344	770,149,559
ACTIVOS NO CORRIENTES					
Propiedad planta y equipo neto	2,624,646,899	2,377,348,420	2,185,585,148	2,137,536,654	2,184,016,927
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	21,525,165	14,094,838	13,045,630	12,075,811	10,750,007
Activos intangibles	458,535,525	423,726,129	385,107,313	390,189,437	283,931,378
Derechos de uso por arrendamientos	-	-	-	-	57,188,954
Crédito mercantil	26,283,671	21,906,671	18,569,479	21,084,599	20,991,899
Inversiones en Asociadas	3,999,491	3,999,491	3,999,491	3,999,491	5,405,918
Activos por impuestos diferidos	523,990,118	579,232,919	495,199,672	401,182,931	392,935,004
otros activos	3,383,281	3,161,981	2,985,918	2,705,293	1,026,031
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	3,662,364,150	3,423,470,449	3,104,492,651	2,968,774,216	2,956,246,118
TOTAL ACTIVO	4,348,950,982	4,154,474,820	4,001,886,854	3,899,324,560	3,726,395,677

PASIVOS CORRIENTES	2016	2017	2018	2019	2020
Obligaciones Financieras	29,829,099	10,012,587	11,721,605	6,747,019	5,512,055
Proveedores	152,171,036	133,831,106	117,509,551	157,115,809	123,925,531
Cuentas por pagar	586,433,372	555,918,423	592,313,101	591,572,352	586,420,695
Porción Corto plazo	293,364,105	176,173,776	183,591,029	246,824,541	257,760,176
porción Largo plazo	293,069,267	379,744,647	408,722,072	344,747,811	328,660,519
Obligaciones por arrendamientos financieros	-	-	-	9,394,746	4,286,791
Beneficio Empleados	377,419,492	333,076,189	269,074,117	248,798,516	234,610,440
Porción Corto plazo	57,683,675	75,897,338	64,843,059	76,055,104	79,391,611
porción Largo plazo	319,735,817	257,178,851	204,231,058	172,743,412	155,218,829
Pasivos por impuestos corrientes	42,670,901	75,282,371	94,317,835	103,182,293	70,337,320
Pasivos estimados	4,371,549	21,076,949	5,912,253	8,296,362	16,795,551
Otros Pasivos	124,961,956	99,346,678	129,132,646	126,269,626	73,522,175
Porción Corto plazo	102,715,766	83,121,359	121,244,650	110,889,513	71,225,066
porción Largo plazo	22,246,190	16,225,319	7,887,996	15,380,113	2,297,109
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	682,806,131	575,395,486	599,139,982	718,505,387	629,234,101
PASIVOS NO CORRIENTES	2016	2017	2018	2019	2020
Obligaciones Financieras	-	-	-	1,250,000	568,427
NUEVAS OBLIGACIONES					
Bonos emitidos	530,180,000	530,180,000	530,180,000	354,074,000	354,074,000
Beneficio empleado	319,735,817	257,178,851	204,231,058	172,743,412	155,218,829
Cuentas por pagar	293,069,267	379,744,647	408,722,072	344,747,811	328,660,519
Obligaciones por arrendamientos financieros	-	-	-	51,349,624	56,968,719
Pasivos por impuestos diferidos	127,929,779	126,958,972	105,800,088	-	-
Pasivos estimados	368,077,948	405,672,491	242,561,546	215,828,716	215,521,123
Otros pasivos	22,246,190	16,225,319	7,887,996	15,380,113	2,297,109
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	1,661,239,001	1,715,960,280	1,499,382,760	1,155,373,676	1,113,308,726
TOTAL PASIVOS	2,344,045,132	2,291,355,766	2,098,522,742	1,873,879,063	1,742,542,827
PATRIMONIO					
Capital Social	1,924,419	1,924,419	1,924,419	1,924,419	1,924,419
Prima en colocación de acciones	262,471,466	262,471,466	262,471,466	262,471,466	262,471,466
Reservas	1,581,081,044	1,570,451,023	1,570,451,023	1,570,451,023	1,570,451,023
Adopción por primera vez	851,454,850	851,454,850	851,454,850	851,454,850	851,454,850
Pérdidas retenidas	(475,681,468)	(701,945,158)	(851,923,390)	(851,186,473)	(772,202,164)
(Pérdida) Útilidad del ejercicio	(226,263,690)	(149,978,232)	736,917	78,984,309	(38,337,563)
Otros resultados integrales	2,432,342	22,844,401	63,797,862	106,513,223	105,246,670
Participación no controladoras	7,486,887	5,896,285	4,450,965	4,832,680	2,844,149
TOTAL PATRIMONIO	2,004,905,850	1,863,119,054	1,903,364,112	2,025,445,497	1,983,852,850
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	4,348,950,982	4,154,474,820	4,001,886,854	3,899,324,560	3,726,395,677

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.

	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVOS					
ACTIVOS CORRIENTES					
Efectivo y equivalentes de efectivo	447,915,907	447,405,913	450,101,169	452,813,405	455,542,729
Excedentes de Caja	3,188,377				
Caja	39,246	39,493	39,742	39,992	40,244
Bancos y Corporaciones	425,100,824	427,778,959	430,473,966	433,185,952	435,915,024
Depósito en el exterior y bancos en moneda extranj	631,163	631,163	631,163	631,163	631,163
Equivalentes de efectivo	8,441,958	8,441,958	8,441,958	8,441,958	8,441,958
Efectivo restringido	9,824,956	9,824,956	9,824,956	9,824,956	9,824,956
Depósito de administración de liquidez	689,384	689,384	689,384	689,384	689,384
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	244,733,217	245,479,849	246,231,184	246,987,253	247,748,086
Porción Corto plazo	233,983,210	234,729,842	235,481,177	236,237,246	236,998,079
porción Largo plazo	10,750,007	10,750,007	10,750,007	10,750,007	10,750,007
Otros activos financieros	587,420	591,120	594,844	598,592	602,363
Inventario neto	253,386	254,983	256,589	258,206	259,832
Deterioro por obsolescencias	-	-	-	-	-
Activos clasificados como mantenidos para la venta	13,728,661	13,728,661	13,728,661	13,728,661	13,728,661
Otros Activos	67,523,332	67,943,498	68,366,312	68,791,789	69,219,947
Porción Corto plazo	66,497,301	66,917,467	67,340,281	67,765,758	68,193,916
porción Largo plazo	1,026,031	1,026,031	1,026,031	1,026,031	1,026,031
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	762,965,884	763,627,986	767,502,721	771,401,868	775,325,580
	199,901,032	418,098,819	656,268,046	916,236,680	1,200,000,000
ACTIVOS NO CORRIENTES	2021	2022	2023	2024	2025
Propiedad planta y equipo neto	2,383,917,959	2,602,115,746	2,840,284,973	3,100,253,607	3,384,016,927
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	10,750,007	10,750,007	10,750,007	10,750,007	10,750,007
Activos intangibles	283,931,378	283,931,378	283,931,378	283,931,378	283,931,378
Derechos de uso por arrendamientos	57,188,954	57,188,954	57,188,954	57,188,954	57,188,954
Crédito mercantil	20,991,899	20,991,899	20,991,899	20,991,899	20,991,899
Inversiones en Asociadas	5,405,918	5,405,918	5,405,918	5,405,918	5,405,918
Activos por impuestos diferidos	392,935,004	392,935,004	392,935,004	392,935,004	392,935,004
otros activos	1,026,031	1,026,031	1,026,031	1,026,031	1,026,031
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	3,156,147,150	3,374,344,937	3,612,514,164	3,872,482,798	4,156,246,118
TOTAL ACTIVO	3,919,113,034	4,137,972,922	4,380,016,885	4,643,884,666	4,931,571,698

PASIVOS CORRIENTES	2021	2022	2023	2024	2025
Obligaciones Financieras	-	3,272,186	5,809,010	7,859,894	9,540,011
Proveedores	119,128,833	116,562,359	114,735,693	113,399,441	112,438,459
Cuentas por pagar	525,186,780	463,958,273	402,735,206	341,517,615	280,305,534
Porción Corto plazo	196,526,261	135,297,754	74,074,687	12,857,096	(48,354,985)
porción Largo plazo	328,660,519	328,660,519	328,660,519	328,660,519	328,660,519
Obligaciones por arrendamientos financieros	4,286,791	4,286,791	4,286,791	4,286,791	4,286,791
Beneficio Empleados	236,088,486	237,575,843	239,072,571	240,578,728	242,094,374
Porción Corto plazo	80,869,657	82,357,014	83,853,742	85,359,899	86,875,545
porción Largo plazo	155,218,829	155,218,829	155,218,829	155,218,829	155,218,829
Pasivos por impuestos corrientes	70,780,347	71,226,166	71,674,793	72,126,246	72,580,544
Pasivos estimados	16,795,551	16,795,551	16,795,551	16,795,551	16,795,551
Otros Pasivos	73,867,759	74,215,519	74,565,471	74,917,627	75,272,002
Porción Corto plazo	71,570,650	71,918,410	72,268,362	72,620,518	72,974,893
porción Largo plazo	2,297,109	2,297,109	2,297,109	2,297,109	2,297,109
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	559,958,090	501,716,231	443,498,629	385,305,437	327,136,809
PASIVOS NO CORRIENTES	2021	2022	2023	2024	2025
Obligaciones Financieras	568,427	568,427	568,427	568,427	568,427
NUEVAS OBLIGACIONES	196,447,525	463,725,433	758,906,670	1,427,998,819	1,775,241,346
Bonos emitidos	354,074,000	354,074,000	354,074,000	-	-
Beneficio empleado	155,218,829	155,218,829	155,218,829	155,218,829	155,218,829
Cuentas por pagar	328,660,519	328,660,519	328,660,519	328,660,519	328,660,519
Obligaciones por arrendamientos financieros	56,968,719	56,968,719	56,968,719	56,968,719	56,968,719
Pasivos por impuestos diferidos	-	-	-	-	-
Pasivos estimados	215,521,123	215,521,123	215,521,123	215,521,123	215,521,123
Otros pasivos	2,297,109	2,297,109	2,297,109	2,297,109	2,297,109
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	1,309,756,251	1,577,034,159	1,872,215,396	2,187,233,545	2,534,476,072
TOTAL PASIVOS	1,869,714,341	2,078,750,390	2,315,714,025	2,572,538,982	2,861,612,881
PATRIMONIO					
Capital Social	1,924,419	1,924,419	1,924,419	1,924,419	1,924,419
Prima en colocación de acciones	262,471,466	262,471,466	262,471,466	262,471,466	262,471,466
Reservas	1,570,451,023	1,570,451,023	1,570,451,023	1,570,451,023	1,570,451,023
Adopción por primera vez	851,454,850	851,454,850	851,454,850	851,454,850	851,454,850
Pérdidas retenidas	(810,539,727)	(810,539,727)	(810,539,727)	(810,539,727)	(810,539,727)
(Pérdida) Utilidad del ejercicio	66,812,396	77,902,788	84,249,670	92,559,045	92,438,732
Otros resultados integrales	103,980,117	102,713,564	101,447,011	100,180,458	98,913,905
Participación no controladoras	2,844,149	2,844,149	2,844,149	2,844,149	2,844,149
TOTAL PATRIMONIO	2,049,398,693	2,059,222,532	2,064,302,861	2,071,345,683	2,069,958,817
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	3,919,113,034	4,137,972,922	4,380,016,886	4,643,884,665	4,931,571,698

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.

	2016	2017	2018	2019	2020
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	1,494,435,049	1,509,770,488	1,517,690,241	1,593,732,281	1,440,362,203
COSTOS Y GASTOS RECURRENTE	(1,059,847,046)	(968,102,108)	(963,640,054)	(1,054,581,589)	(990,398,143)
Utilidad antes de depreciaciones, amortizaciones y deterioro (EBITDA)	434,588,003	541,668,380	554,050,187	539,150,692	449,964,060
Depreciaciones y amortizaciones	(546,729,288)	(564,576,981)	(555,815,828)	(421,094,324)	(387,535,192)
Deterioro y provisiones	(98,506,503)	(154,174,698)	(37,979,070)	(30,811,416)	(33,059,511)
Provisión de contingencias	-	-	135,012,248	(589,813)	(11,862,667)
Pérdida operacional	(210,647,788)	(177,083,299)	95,267,537	86,655,139	17,506,690
Gastos Financieros, neto	(67,221,990)	(58,211,122)	(182,366)	(176,489)	(53,047,317)
Ingreso					
Rendimientos Financieros	18,375,943	12,407,927	77,897,245	91,854,202	19,300,081
Gastos Financiero	(85,597,933)	(70,619,049)	(89,703,048)	(92,030,691)	(72,347,398)
Otros Ingresos					
Ganancia de activos	-	-	11,623,437	-	-
Diferencia en cambio, neto	3,796,597	469,142	(4,898,384)	822,637	(2,758,917)
Resultado antes de impuestos (UOAI)	(274,073,181)	(234,825,279)	90,186,787	87,301,287	(38,299,544)
Impuesto sobre la renta, Cree y diferido	47,818,215	84,181,505	(90,436,743)	(7,935,263)	(2,026,550)
PÉRDIDA NETA DEL AÑO	(226,254,966)	(150,643,774)	(249,956)	79,366,024	(40,326,094)

	2021	2022	2023	2024	2025
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	1,310,825,712	1,319,083,914	1,327,394,143	1,335,756,726	1,344,171,993
COSTOS Y GASTOS RECURRENTE	(966,267,203)	(945,450,242)	(930,633,956)	(919,795,470)	(912,000,834)
Utilidad antes de depreciaciones, amortizaciones y deterioro (EBITDA)	344,558,509	373,633,672	396,760,187	415,961,256	432,171,159
	26.29%	28.33%	29.89%	31.14%	32.15%
Depreciaciones y amortizaciones	(124,771,733)	(130,226,678)	(136,180,908)	(142,680,124)	(149,774,207)
Deterioro y provisiones	(33,059,511)	(33,059,511)	(33,059,511)	(33,059,511)	(33,059,511)
Provisión de contingencias	(11,862,667)	(11,862,667)	(11,862,667)	(11,862,667)	(11,862,667)
Pérdida operacional	174,864,598	198,484,816	215,657,101	228,358,954	237,474,774
Gastos Financieros, neto	(69,458,443)	(75,667,259)	(82,875,232)	(82,531,751)	(91,836,457)
Ingreso					
Rendimientos Financieros	19,300,081	19,300,081	19,300,081	19,300,081	19,300,081
Gastos Financiero	(88,758,524)	(94,967,340)	(102,175,313)	(101,831,832)	(111,136,538)
Otros Ingresos					
Ganancia de activos	-	-	-	-	-
Diferencia en cambio, neto	(513,785)	(513,785)	(513,785)	(513,785)	(513,785)
Resultado antes de impuestos (UOAI)	104,892,370	122,303,772	132,268,083	145,313,418	145,124,532
Impuesto sobre la renta, Cree y diferido	(34,614,482)	(40,360,245)	(43,648,468)	(47,953,428)	(47,891,096)
PÉRDIDA NETA DEL AÑO	70,277,888	81,943,528	88,619,616	97,359,990	97,233,436

Flujo De Caja Libre	2021	2022	2023	2024	2025
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	1,310,825,712	1,319,083,914	1,327,394,143	1,335,756,726	1,344,171,993
COSTOS Y GASTOS RECURRENTES	(966,267,203)	(945,450,242)	(930,633,956)	(919,795,470)	(912,000,834)
Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	(169,693,911)	(175,148,856)	(181,103,086)	(187,602,302)	(194,696,385)
EBIT	174,864,598	198,484,816	215,657,101	228,358,954	237,474,774
Impuestos	(57,705,317)	(65,499,989)	(71,166,843)	(75,358,455)	(78,366,675)
NOPAT	117,159,281	132,984,827	144,490,257	153,000,499	159,108,098
Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones	169,693,911	175,148,856	181,103,086	187,602,302	194,696,385
Flujo de Caja Bruto	286,853,192	308,133,682	325,593,344	340,602,801	353,804,484
Inversión Bruta (CAPEX + KTNO)	191,200,600	221,469,973	240,706,050	262,019,517	285,443,437
Flujo de Caja Libre	95,652,591	86,663,709	84,887,294	78,583,284	68,361,047

Rolling WACC	2020	2021	2022	2023	2024	2025
D/E	37.5%	42.6%	52.5%	63.8%	75.9%	89.8%
D/(D+E) (Wd)	27.3%	29.9%	34.4%	39.0%	43.2%	47.3%
E/(D+E)	72.7%	70.1%	65.6%	61.0%	56.8%	52.7%
ESTIMACIÓN COSTO CAPITAL (Ke)						
Tasa Libre Riesgo	0.93%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%	1.31%
EMBI	2.06%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
Prima Riesgo Mercado	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%	3.68%
Beta apalancado	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
Beta desapalancado	0.83	0.85	0.89	0.94	1.00	1.06
Costo Capital (KE) USD	6.03%	6.93%	7.10%	7.28%	7.48%	7.70%
Tasa Devaluación COP/usd	4.74%	-2.00%	-0.80%	-0.30%	1.40%	2.20%
CAPM Ke COP	11.05%	4.80%	6.24%	6.96%	8.98%	10.07%
ESTIMACIÓN COSTO DEUDA (Kd)						
Kd	6.39%	6.72%	5.98%	5.51%	4.59%	4.45%
Tasa Impuesto	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
Kd después de impuestos	4.28%	4.50%	4.01%	3.69%	3.07%	2.98%
CAPITAL DE WACC %	9.20%	4.71%	5.47%	5.68%	6.43%	6.72%

	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>
FLUJO DE CAJA LIBRE		\$95,652,591	\$86,663,709	\$84,887,294	\$78,583,284	\$68,361,047
WACC	9.2%	4.7%	5.5%	5.7%	6.4%	6.7%
Vr Terminal Perpetuidad					1,017,717,263	

Valor Perpetuidad	819,281,568	857,858,718	904,793,108	956,222,876
Flujo 4	63,261,024	66,239,768	69,863,818	73,834,980
Flujo 3	72,730,528	76,155,159	80,321,691	
Flujo 2	78,473,166	82,168,197		
Flujo 1	91,351,179			

Valoración [millones de USD]	
VP del FCL	305,815,896 27.18%
VP del valor de continuidad	819,281,568 72.82%
Enterprise Value (EV)	1,125,097,464
(+) Efectivo	442,065,916
(-) Deuda	744,803,021
Equity	822,360,359
Cantidad acciones	3,550,553
Valor acción	232

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/>

Phd. Judith Vergara Garavito

jvergar8@eafit.edu.co

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 8741

