

La ETB Situación Financiera, Valor de la Empresa y Utilidad Pública

“Al rescate de la moral y la ética pública”

Miguel Ángel Morales Russi Russi
Contralor de Bogotá, D.C.

Víctor Manuel Armella
Contralor Auxiliar

Carlos Emilio Betancourt Galeano
Director de Economía y Finanzas

Carmen Aldana Gaviria
Subdirectora de Estudios Fiscales, Económicos y Sociales de Bogotá

Investigadores
Gustavo Ortiz Orjuela
Mónica Padilla Lozano
Clara Mireya Torres Sabogal

Bogotá, Diciembre de 2009

“Al rescate de la moral y la ética pública”

CONTENIDO

Introducción.....	7
1. La situación financiera de la ETB	8
1.1. Análisis de los ingresos	9
1.1.1. Telefonía local	10
1.1.2. Larga distancia.....	11
1.1.3. Datos e Internet.....	12
Otros ingresos	13
1.2. Análisis de los costos.....	13
1.3. Utilidad operacional	14
1.4. Utilidad del ejercicio	14
1.5. Responsabilidad social en ETB.	15
1.6. Análisis de información relevante	16
2. Valoración de la empresa	18
2.1. Supuestos empleados para la proyección del estado de resultados y del balance general	18
2.2. Método de Valor Económico Agregado “EVA”. Resultados	20
2.2.1. Costo de Capital (WACC).....	20
3. Movimiento de la acción de ETB	28
3.1. Comportamiento de la acción de ETB en la Bolsa de Valores de Colombia - BVC.	28
3.2. Análisis fundamental	29
3.2.1. Q de Tobin	30
3.2.2. Indicador rentabilidad precio ganancia.....	30
3.3. Análisis técnico	30
3.3.1. Promedio móvil	30
3.3.2. Banda de Bollinguer	32
3.3.3. Indicador de fuerza relativa	33
3.3.4. Velas japonesas	33
3.4. Información sobre la ETB y movimiento de la acción	34
4. Conclusiones.....	37
Bibliografía.....	39

TABLA DE CUADROS

Cuadro 1. Balance general comparativo.....	8
Cuadro 2. Estructura financiera de la ETB.....	8
Cuadro 3. Indicadores financieros de la ETB.....	9
Cuadro 4. Proyección de demanda de líneas en Bogotá D.C.	11
Cuadro 5. Inductores de Valor.....	16
Cuadro 6. Variaciones porcentuales proyectadas por Santander Investment en su escenario “as is” para los ingresos de telefonía local y larga distancia.	18
Cuadro 7. Participación de las cuentas de depreciación, amortización y provisiones en el total.	19
Cuadro 8. Utilidad operacional y EBITDA proyectadas por Santander Investment en su escenario “as is”.....	19
Cuadro 9. Costo de capital (WACC). ETB.	21
Cuadro 10. Flujo de caja de ETB con propósitos de valoración.	22
Cuadro 12. Valoración de la ETB por el método EVA 2004-2008.....	24
Cuadro 13. Valoración de ETB por el método EVA 2009-2014.	25
Cuadro 14. Noticias ETB.	34

TABLA DE GRÁFICAS

Gráfica 1. Facturación ETB por línea de servicio.....	9
Gráfica 2. Abonados activos de telefonía móvil en Colombia.....	10
Gráfica 3. Hogares con teléfono fijo y móvil en Colombia.....	11
Gráfica 4. Larga distancia ETB	12
Gráfica 5. Porcentaje de hogares que tienen bienes relacionados con las Tecnologías de información y comunicación TIC en Colombia.	12
Gráfica 6. Evolución de los costos y gastos de la ETB 2004-2008.....	13
Gráfica 7. Evolución de los componentes de mayor peso del gasto 2004-2008.	14
Gráfica 8. Resultados operacionales ETB 2004-2008.....	14
Gráfica 9. Resultados del ejercicio ETB 2004-2008.....	15
Gráfica 10. Precio acción ETB 2007- 2009.....	28
Gráfica 11. Comparación IGBC y acción ETB.....	29
Gráfica 12. Promedios móviles de 5, 10 y 20 días de la acción de ETB.....	31
Gráfica 13. Promedios móviles exponenciales de la acción de ETB.	32
Gráfica 14. Bandas de Bollinger de la acción ETB.....	33
Gráfica 15. Velas de la acción ETB. Agosto 3 – diciembre 30 de 2009.	34
Gráfica 16. Velas de la acción ETB. Enero 4 – septiembre 6 de 2010.....	35

Introducción

Teniendo en cuenta que la ETB se encuentra en el proceso de capitalización, para lo cual el Banco Santander Investment, recomendó alianza con un socio estratégico, y que la venta de un porcentaje de participación del Distrito tiene incidencia directa sobre el patrimonio de los bogotanos, la Contraloría de Bogotá en su función de controlar la gestión fiscal del Distrito Capital, abordó el tema con sumo interés.

Para el efecto, la Dirección de Economía y Finanzas Públicas, en la Subdirección de estudios fiscales, económicos y sociales de Bogotá desarrolló un estudio de la empresa de Telecomunicaciones con fines de valoración a 30 de diciembre de 2009. En la primera sección se presenta la situación financiera de la ETB de 2004 a 2008; la segunda sección desarrolla el modelo EVA y valora la empresa, y en el tercer capítulo se muestran los movimientos de la acción soportados en el análisis técnico y fundamental, además se analizó su comportamiento hasta el 6 de septiembre de 2010.

1. La situación financiera de la ETB

En los últimos años la estructura financiera de la empresa no muestra cambios substanciales. El valor del activo en términos reales ha decrecido cerca del 2%, especialmente en la porción corriente, indicando problemas en los ingresos como se verá más adelante. El pasivo también ha decrecido en la parte corriente, mientras que la del largo plazo ha fluctuado y se encuentra en niveles similares a los que se tenía en 2004. El nivel del patrimonio tampoco ha sufrido cambios indicando con ello que las utilidades retenidas apenas han servido para conservar su valor.

El nivel de endeudamiento sobre el activo se conserva sobre el 50% y la composición de la deuda se concentra en el largo plazo con cerca del 70%. (Cuadros 1 y 2)

Cuadro 1. Balance general comparativo.

En millones de pesos de 2008

Concepto	2004	2005	2006	2007	2008
Activo	5.147.639	5.191.651	5.287.061	5.033.945	5.049.429
Corriente	952.007	1.046.445	915.772	807.481	899.989
No corriente	4.195.632	4.145.206	4.371.289	4.226.464	4.149.440
Pasivo	2.566.157	2.709.257	2.807.418	2.553.542	2.477.742
Corriente	947.904	962.570	826.656	788.933	790.944
Largo Plazo	1.618.253	1.746.686	1.980.762	1.764.609	1.686.798
Patrimonio	2.581.482	2.482.394	2.479.644	2.480.403	2.571.687

Fuente: Estados financieros E.T.B

Cuadro 2. Estructura financiera de la ETB.

Indicador - porcentajes	2004	2005	2006	2007	2008
Act Cte/Total Activo	18,5	20,2	17,3	16,0	17,8
Act no Cte/ Total Activo	81,5	79,8	82,7	84,0	82,2
Pasivo/Activo	49,9	52,2	53,1	50,7	49,1
Pasivo Cte/Total Pasivo	36,9	35,5	29,4	30,9	31,9
Pasivo LP/Total Pasivo	63,1	64,5	70,6	69,1	68,1
Patrimonio/Total Activo	50,1	47,8	46,9	49,3	50,9

Fuente: Estados financieros E.T.B

Los principales indicadores financieros (Cuadro 3) muestran un capital de trabajo con grandes variaciones, pero la relación activo corriente frente al pasivo corriente se mantiene en 1, es decir que apenas se podrían cubrir las obligaciones de corto plazo.

Cuadro 3. Indicadores financieros de la ETB.

Concepto	2004	2005	2006	2007	2008
Capital de trabajo (millones \$ de 2008)	4.103	83.875	89.116	18.548	109.045
Razón corriente o liquidez general	1,0	1,1	1,1	1,0	1,1
Rentabilidad sobre activos	4,5	3,3	4,0	5,2	4,0
Rentabilidad sobre patrimonio	8,9	6,9	8,5	10,5	7,9
Margen operacional	31,2	23,5	20,7	24,0	14,6
EBITDA (millones \$ de 2008)	892.282	896.306	893.108	850.796	770.048
Margen EBITDA	51,7	52,3	50,5	52,6	51,9
Margen Neto	13,3	10,0	12,0	16,0	13,8

Ebitda = Utilidad operacional + amortizaciones+ depreciaciones+ provisiones

Fuente: Estados financieros E.T.B

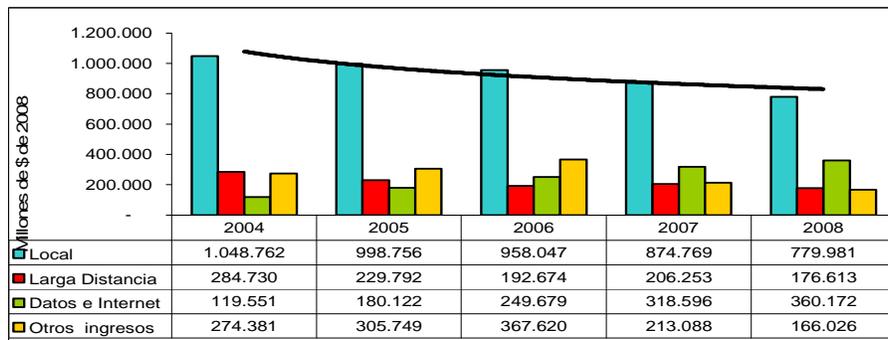
Los resultados tanto operacionales medidos a través de los márgenes (operacional, neto y EBITDA) como la rentabilidad (sobre activos y patrimonio) presentaron su punto más bajo en 2005 y 2006. En 2007 se logró revertir con una política de disminución de costos y gastos, sin embargo en 2008 vuelven a decrecer.

1.1. Análisis de los ingresos

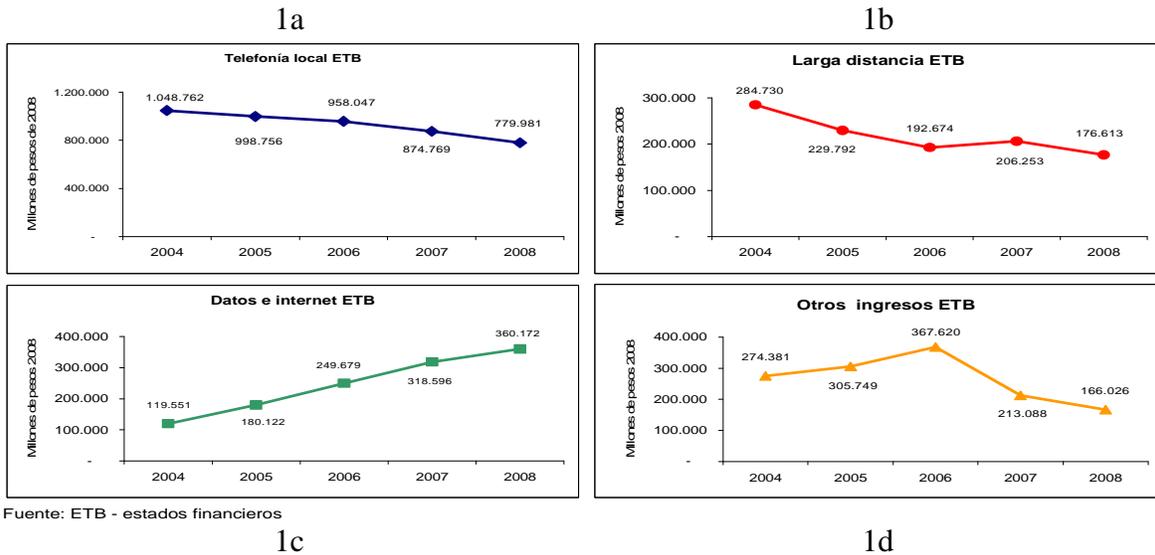
La composición de los ingresos sigue estando liderada por los ingresos por Telefonía Local, aunque esta línea de negocio sigue perdiendo participación sobre el total de los ingresos.

Entre 2004 y 2008 los ingresos operacionales se redujeron en el 14,1%, es decir, en promedio cada año decrecieron el 3,7%. Los orígenes de estas variaciones se pueden resumir en: la competencia existente por clientes entre operadores para la prestación de servicios fijos, móviles y datos. La convergencia de servicios, redes y aplicaciones (empaquetamiento de voz, datos y tv.), la incursión de operadores de PCS. Actualización tecnológica y capacidad de mejoramiento de la infraestructura, así como por tarifas y promociones que ofrece la competencia.

Gráfica 1. Facturación ETB por línea de servicio.



Fuente: ETB - estados financieros



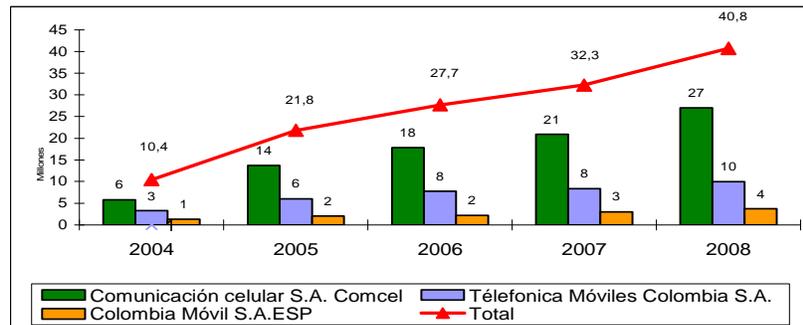
1.1.1. Telefonía local

Los ingresos por telefonía fija en los últimos 4 años presentan una tendencia decreciente, que en términos reales equivale a una disminución del 25,6%. A diciembre de 2008 tenía registradas 1.952.514 líneas en servicio y a junio de 2009 había 1.111.935, con una caída del 1% frente a las cifras de diciembre de 2008¹. Igualmente, ha perdido participación dentro de las líneas de negocio al pasar del 61% en 2004 al 52,6% en 2008, como consecuencia del fuerte crecimiento de los móviles, datos e Internet.

ETB es el primer operador de telefonía local en Bogotá y el segundo en el plano nacional con 25,2%.

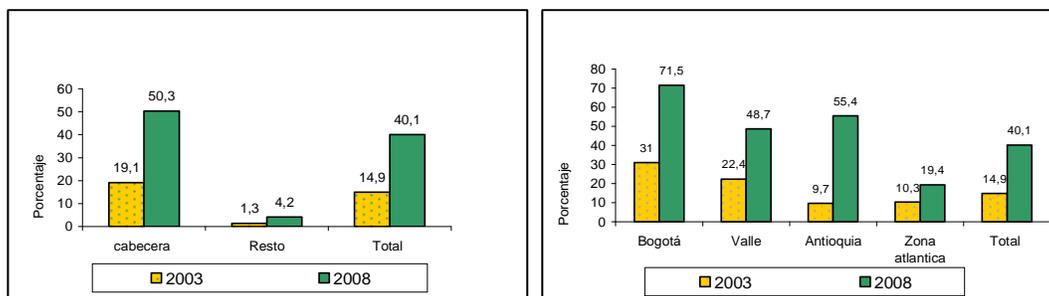
Gráfica 2. Abonados activos de telefonía móvil en Colombia.

¹ Informe de la Comisión Reguladora de Telecomunicaciones (CRT) segundo semestre 2009, a nivel nacional la telefonía fija ha disminuido el 2.5% entre diciembre 2008 y junio 2009



Fuente: Superintendencia de Industria y Comercio

Gráfica 3. Hogares con teléfono fijo y móvil en Colombia



Fuente: DANE-Encuesta de Calidad de Vida 2003 y 2008.

La proyección de demanda en líneas fijas indica que la ETB seguirá siendo tenida en cuenta como proveedor de este servicio, por el valor agregado que contiene y dado a que tiene como usuario el sector gubernamental, que es un alto consumidor. Sin embargo, para Telmex la expectativa de ampliación del negocio es tres veces mayor.

Cuadro 4. Proyección de demanda de líneas en Bogotá D.C.

Empresa	2009	2010	2011	2012	2013
Colombia Telecomunicaciones	62,855	63,207	63,23	63,273	63,335
ETB	97,572	100,867	101,522	102,211	102,942
EPM Telecomunicaciones		8,769	7,127	8,874	8,129
Telmex y otros	344,208	377,629	409,65	433,554	449,704
EPM Bogotá	73,248	80,737	76,877	68,589	60,562

SUI proyección de demanda de líneas por municipio 2009

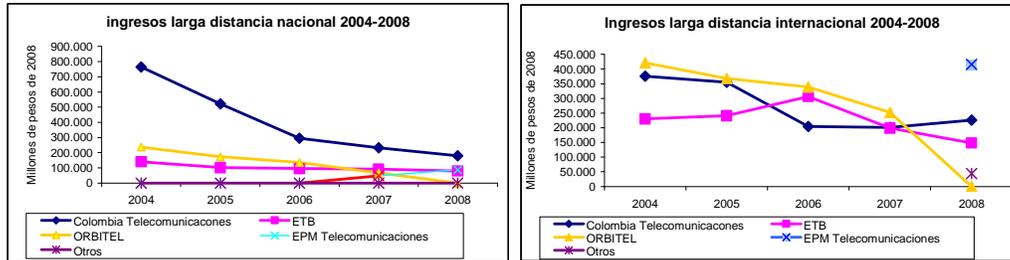
1.1.2. Larga distancia

El servicio de larga distancia también va en descenso (disminución real del 38%), situación que afecta igualmente a los otros operadores. Son determinantes en este comportamiento el auge de las comunicaciones voip, es decir, la integración de servicios de telefonía e Internet que reducen los costos para el usuario, especialmente en larga distancia internacional, así como, la preferencia en la utilización de los móviles, que incide en el servicio de larga distancia nacional.

Gráfica 4. Larga distancia ETB

4a

4b

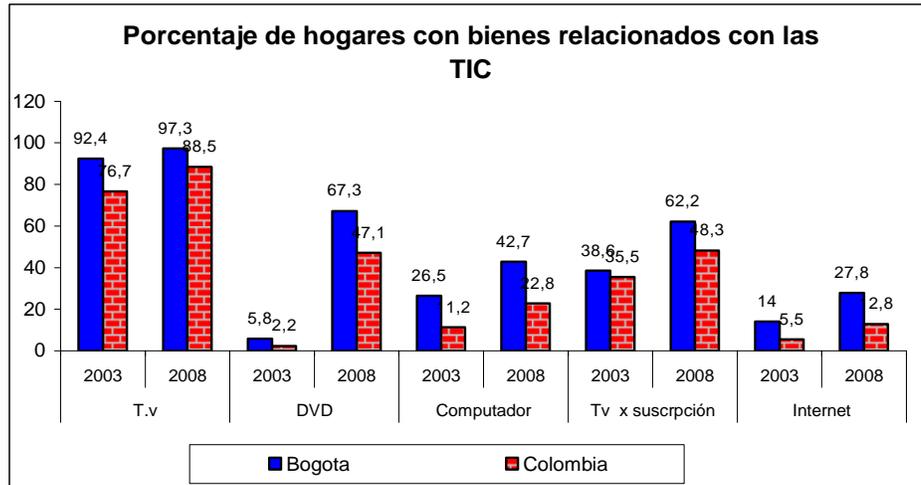


Fuente: Sistema único de información servicios públicos SUI

1.1.3. Datos e Internet

Es el rubro más dinámico en la prestación de servicios de la etb, con un crecimiento del 201.3%, en parte mitiga la caída de los otros productos. En el mercado nacional suministra el 25% de accesos a Internet Banda Ancha. Por número de suscriptores en el país provee 34% de las conexiones y en Bogotá 53%. La empresa continúa adelantando esfuerzos para aumentar la penetración de Banda Ancha y sustituir sus ingresos tradicionales decrecientes, por ingresos crecientes provenientes de esta línea de negocio. De todas formas, la penetración del Internet inalámbrico está generando una mayor exposición a la competencia. Lo anterior nos lleva a concluir que el servicio de comunicación voz a voz (Telefónico) viene disminuyendo gradualmente y en forma gigantesca, mientras que la comunicación virtual crece aceleradamente.

Gráfica 5. Porcentaje de hogares que tienen bienes relacionados con las Tecnologías de información y comunicación TIC en Colombia.



Fuente: DANE-Encuesta de Calidad de Vida 2003 y 2008.

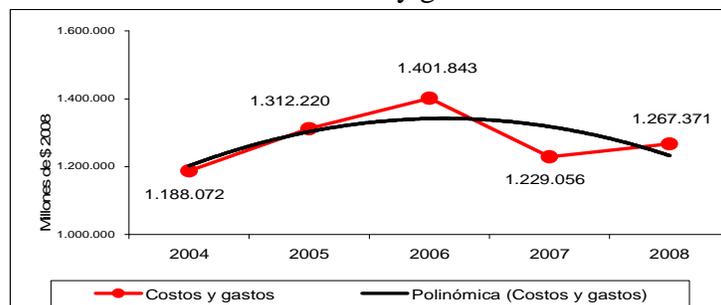
Otros ingresos

Incluyen básicamente cargos de acceso, ingreso minutos internacionales, directorio, facturación, enlaces, venta de bienes y Colombia móvil. Aunque decrecen el 39,5% su aporte al total de ingresos no supera el 2%.

1.2. Análisis de los costos

Los costos y gastos se incrementaron hasta 2006 en el 16,4 % y en los dos últimos años se redujeron en 9,6%, en cumplimiento a la estrategia establecida por la empresa.

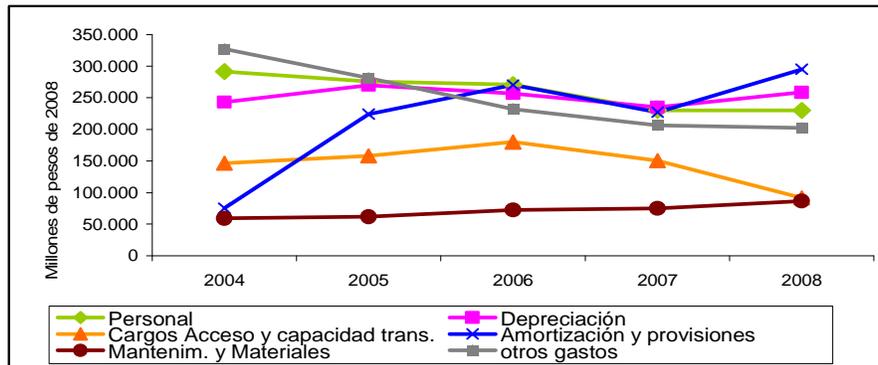
Gráfica 6. Evolución de los costos y gastos de la ETB 2004-2008.



Fuente: ETB - estados financieros



Gráfica 7. Evolución de los componentes de mayor peso del gasto 2004-2008.



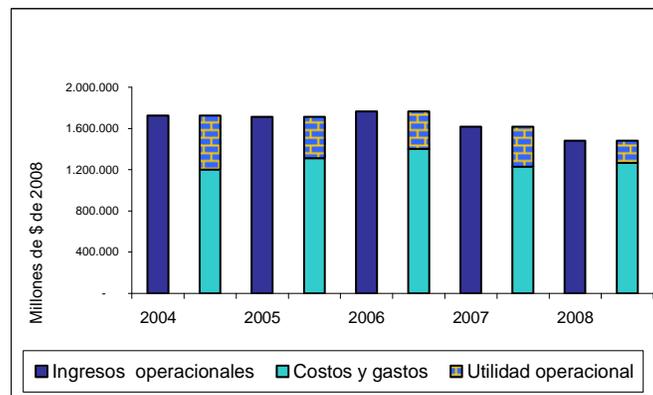
Fuente: ETB - estados financieros

1.3. Utilidad operacional

La utilidad operacional presenta un desplome dramático del 58,7% entre 2004 y 2008, en términos reales, demostrando que anualmente se viene perdiendo cerca del 20%. El margen operacional en el negocio, a pesar del esfuerzo realizado en reducción de costos de los dos últimos años, paso del 30,2% al 14,6% en el mismo periodo.

El alto grado de aceptación que ha tenido en el mercado los productos ofrecidos por la competencia, ha hecho que la empresa haya experimentado un importante decrecimiento en sus ventas, por lo que ha tenido que utilizar estrategias corporativas y estratégicas dirigidas a captar clientes y a mantenerse en un segmento del negocio.

Gráfica 8. Resultados operacionales ETB 2004-2008.



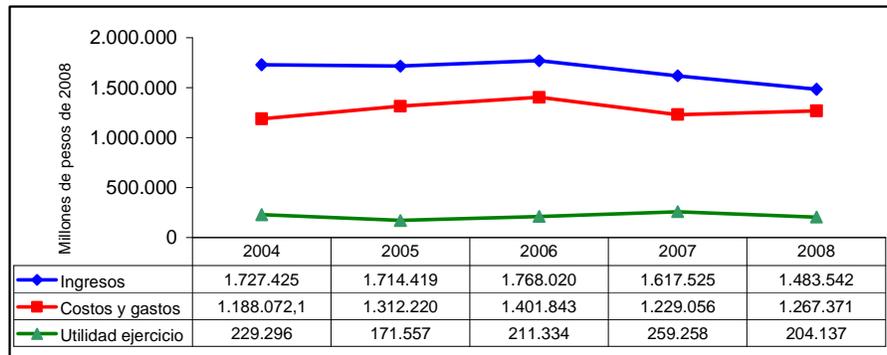
Fuente: Estados Financieros ETB.

1.4. Utilidad del ejercicio



La utilidad neta del ejercicio se ha mantenido alrededor de los \$200.000 millones (pesos de 2008) en los últimos años. Los ingresos operacionales han venido cayendo, pero se ha contrareestado en parte con el registro de ingresos extraordinarios a través de las denominadas recuperaciones (Recuperación provisión contingencias, Recuperación castigo de cartera, y Recuperación provisión inversión Colombia Móvil, entre otras).

Gráfica 9. Resultados del ejercicio ETB 2004-2008.



Fuente: Estados financieros ETB

1.5. Responsabilidad social en ETB.

La Responsabilidad Social Empresarial en la ETB se evidencia a través de políticas corporativas que permiten retribuir al Distrito Capital y al país aportes en sus indicadores económicos, sociales y ambientales. Incluyendo la incorporación de prácticas empresariales comprometidas con los Objetivos del Milenio y los Principios del Pacto Global.

Desde el aspecto Social la Empresa² da acceso a la comunidad de la información y conocimiento, con la masificación de nuevas tecnologías la instalación y funcionamiento de los Portales Interactivos, especialmente por medio del programa Internet entre tod@s, que benefició durante 2008 en Bogotá, Cartagena y Tunja a más de 650.000 personas. Este novedoso concepto de los Portales Interactivos, sirve de plataforma a planes de alfabetización digital.

En programas de gestión social emprende acciones directas de trabajo con las diferentes comunidades, en la construcción de la llamada Sociedad de la Información, para reducir la brecha digital en cumplimiento a lo ordenado en la normatividad reguladora en materia de tecnologías de información y comunicación TIC y Planes de Desarrollo Distrital, en lo relacionado con el acercamiento a la comunidad a las tecnologías, información y comunicaciones en especial dirigida a los estratos I y II del Distrito Capital.

² Informe de Auditoría Gubernamental con enfoque integral. Modalidad regular. Empresa de Telecomunicaciones ESP 2008

Frente al medio ambiente, la responsabilidad de la ETB se manifiesta con el conocimiento, aplicación y actualización de la normatividad ambiental y el compromiso en la prevención de contaminación y ahorro de energía. Con la inclusión de requisitos ambientales en los procesos de contratación y compras, exigencias a los contratistas, como manejo de escombros, horarios adecuados de trabajo para no impactar el vecindario, cumplimiento de normas en las instalaciones eléctricas y sanitarias así como prevención de contaminación visual y auditiva y el cumplimiento del plan ambiental propuesto la concepción y elaboración del PIGA que armoniza los propósitos ambientales con los objetivos corporativos.

1.6. Análisis de información relevante

Debido a que los indicadores financieros tradicionales no se encuentran enfocados a la creación de valor, se requiere aplicar algunos inductores de valor³ al realizar un diagnóstico financiero. Algunos de ellos se relacionan en la siguiente tabla y se analizarán más adelante al momento de valorar la empresa.

Cuadro 5. Inductores de Valor

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EBITDA	703.004	753.895	784.805	790.188	770.048	717.058
Margen EBITDA	50,74	52,28	50,51	52,60	51,91	49,88
Promedio 2004-2008	51,61					45,54
KTNO	547.640	461.080	487.128	396.388	529.320	333.283
KTNO/VTAS.	39,52	31,97	31,35	26,39	35,68	23,18
Promedio 2004-2008	32,98					16,98
Palanca de Crecimiento	1,28	1,64	1,61	1,99	1,45	2,15
EGO / VTAS.	34,38	50,54	42,00	50,71	38,14	57,72

Fuente: E.T.B., cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

³ Un indicador se considera inductor de valor cuando está asociado en relación causa-efecto con la generación de valor de la empresa.

Los inductores relacionados arriba se definen así:

Productividad del Capital de trabajo PKT = Capital de Trabajo Neto Operativo KTNO / Ventas. Centavos requeridos en capital de trabajo por cada peso vendido.

Palanca de Crecimiento PDC = Margen EBITDA / PKT. Desde el punto de vista del valor agregado este indicador determina que tan atractivo es para una empresa crecer; la relación entre estos inductores debe ser mayor que 1 para que el crecimiento libere caja en lugar de demandarla.

Efectivo Generado por las Operaciones EGO = Flujo de Caja Bruto – Incremento Capital de Trabajo Neto Operativo KTNO. Se utiliza cuando se dificulta separar del total de inversión en activos fijos la parte que corresponde a reposición.

2. Valoración de la empresa

2.1. Supuestos empleados para la proyección del estado de resultados y del balance general

Estado de resultados:

Los valores agregados de los ingresos operacionales, los costos y gastos, los ingresos no operacionales y la utilidad del ejercicio fueron tomados de las cifras reportadas por la ETB al SUI (Sistema único de información de servicios públicos) de 2009 a 2013. Para el 2014 se supuso que se mantendría el comportamiento de 2013, dado que los cambios incorporados por el socio estratégico posiblemente se habrían absorbido en su mayor parte.

Ingresos operacionales: Para proyectar los ingresos por líneas de negocio se tomaron los datos de 2009 de la ETB y puestos a disposición al público en su página web. Posteriormente los ingresos por telefonía local y larga distancia para el periodo 2010-2014 se proyectaron con las tasas de crecimiento que la Banca de inversión Santander Investment estimó para los mismos rubros.

Cuadro 6. Variaciones porcentuales proyectadas por Santander Investment en su escenario “as is” para los ingresos de telefonía local y larga distancia.

INGRESOS	2010	2011	2012	2013
Local	-2.79%	-3.47%	-3.56%	-3.28%
Larga Distancia	-9.27%	-10.08%	-9.67%	-9.25%

Fuente: Santander Investment

La línea de negocio de datos e Internet se obtuvo como complemento.

Los otros ingresos por servicio de telecomunicaciones se calcularon mediante la resta del total de ingresos y los ingresos por telefonía. Los cargos de acceso para el 2009 se obtuvieron de la proyección hecha por la ETB en su portal y la proyección hasta 2013 se corrió con las variaciones proyectadas por Santander Investment para larga distancia que se presentan en el cuadro 6.

Costos y gastos: Las cuentas de depreciación, amortización y provisiones para 2009 se obtuvieron de la información presentada por la ETB en su página web, al igual que la participación de cada una de estas cuentas en el total de los tres rubros (cuadro 7).

Cuadro 7. Participación de las cuentas de depreciación, amortización y provisiones en el total.

Cuenta	Participación %
Depreciación	60,7
Amortización	18,1
Provisiones	21,2

Fuente: E.T.B.

Con la participación de cada cuenta y los cálculos de la utilidad operacional y el EBITDA realizado por Santander Investment, se obtuvo la proyección hasta 2013.

Cuadro 8. Utilidad operacional y EBITDA proyectadas por Santander Investment en su escenario “as is”.

Rubro	2009	2010	2011	2012	2013
Utilidad operacional	\$ 252.356	\$ 275.148	\$ 258.712	\$ 180.780	\$ 98.641
EBITDA	\$ 717.058	\$ 679.243	\$ 629.493	\$ 570.197	\$ 506.814
Total depr, amort y prov	\$ 464.701	\$ 404.095	\$ 370.781	\$ 389.417	\$ 408.173

Fuente: Santander Investment. Cálculos propios.

Ingresos no operacionales: Los rubros de intereses financieros y recuperaciones de 2009 se obtuvieron de la proyección de la ETB colgada en la web. Por su parte, el rubro de otros se calculó por diferencia. Los intereses financieros se proyectaron a partir de las estimaciones de la DTF.

Gastos no operacionales: Se obtienen a partir la utilidad del ejercicio, de los ingresos y de los costos.

Balance general:

El monto agregado del activo corriente, activo no corriente, pasivo corriente y patrimonio se tomaron de las cifras reportadas para 2009 en la web por la ETB y al SUI de 2010 a 2013. Para el 2014 se supuso que se mantendría el comportamiento de 2013.

Las cuentas que componen el pasivo de largo plazo se tomaron del SUI, con excepción del rubro de pensiones de jubilación, el cual se proyectó a partir de los cálculos actuariales presentados en el informe de gestión de la ETB, donde se dice que anualmente se adiciona un 0.8214%.

2.2. Método de Valor Económico Agregado “EVA”. Resultados

Para determinar el valor de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá se empleó la metodología del Valor Económico Agregado EVA (también llamado utilidad económica).

El fundamento de esta metodología es que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica de negocio debe producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no ser así sería mejor trasladar los bienes utilizados a otra actividad.

Las teorías económicas y financieras desarrollaron elementos aproximados al EVA desde hace algo más de un siglo. Sin embargo, la compañía consultora estadounidense Stern Stewart & Co., elaboró una metodología aplicada a este concepto y la patentó como marca registrada en los años noventa.

El EVA es el resultado obtenido una vez se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Las utilidades, la rentabilidad y el flujo de caja libre garantizan la permanencia y el crecimiento empresariales y todo ello permite crear valor.

2.2.1. Costo de Capital (WACC)

Para realizar la valoración de una empresa por el método de EVA es necesario determinar la tasa de descuento que se aplica a los flujos de caja libre o EVAs futuros, para expresarlos en valor presente al momento de desarrollar la valoración.

Esta tasa es conocida como costo de capital (CK) y es la mínima rentabilidad que deben producir los activos de una empresa; es el costo de oportunidad de poseer dichos activos. Para su cálculo se utilizó el costo promedio ponderado de los pasivos financieros (deuda) y del patrimonio.

El costo del patrimonio (K_e) es el más complejo en la determinación del CK, para obtenerlo se aplicó el método CAPM (Capital Assets Pricing Model) o Modelo de Valoración de Activos de Capital, el cual se relaciona con los supuestos de Valoración de las Operaciones⁴:

- Tasa Libre de Riesgo. Se utiliza como referente la rentabilidad de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos con vencimientos de largo plazo.

⁴ Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA, Oscar León García S.



- Premio por el Riesgo de Mercado. Diferencia entre los promedios históricos de la rentabilidad por invertir en acciones y la rentabilidad de los Bonos del Tesoro.
- Beta. Medida de riesgo que asocia la volatilidad de la rentabilidad de una acción con la volatilidad de la rentabilidad del mercado.
- Riesgo País. Esta prima se determina por los puntos de interés o spread que por encima de los Bonos del Tesoro de EEUU exigen los inversionistas en los mercados internacionales, para negociar bonos de deuda soberana de cualquier otro país.

A continuación se calcula el CK para la ETB utilizando la valoración por “Rolling WACC” (Costo de Capital Rotativo), calculando un CK para cada año según sea la inflación correspondiente.

Cuadro 9. Costo de capital (WACC). ETB.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Tasa Libre de Riesgo ¹	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
Rentabilidad del Mercado	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15	7,15
Premio por el Riesgo del Mercado ²	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88
Beta del Sector ³	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Riesgo País ⁴	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
Kc en Dólares Corrientes	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28	11,28
Contribución Financiera	-0,38	-0,24	-0,60	-0,91	-2,09	-0,78	-0,81	-0,52	-0,49	0,00	0,00
COSTO DEL PATRIMONIO CON DEUDA	10,90	11,04	10,69	10,37	9,19	10,51	10,47	10,77	10,79	11,28	11,28
Participación Deuda	9,65	5,48	11,39	9,60	13,61	11,03	10,96	7,12	6,71	0,00	0,00
Participación Patrimonio	90,35	94,52	88,61	90,40	86,39	88,97	89,04	92,88	93,29	100,00	100,00
Costo Deuda en Dólares	13,30	11,92	12,10	15,43	17,37	10,82	10,82	10,82	10,82	10,82	10,82
Costo Patrimonio en Dólares	10,90	11,04	10,69	10,37	9,19	10,51	10,47	10,77	10,79	11,28	11,28
COSTO DE CAPITAL (WACC) EN DÓLA	11,13	11,09	10,85	10,86	10,30	10,54	10,51	10,77	10,79	11,28	11,28
Inflación Externa ⁵	3,34	3,44	2,52	4,15	-0,08	0,70	1,80	2,20	2,15	2,15	2,50
Costo de Capital en dólares Constantes	7,54	7,40	8,12	6,44	10,39	9,77	8,56	8,39	8,46	8,94	8,57
Inflación Interna	5,5	4,85	4,48	5,69	7,67	2,00	3,00	3,0	3,0	3,0	3,0
COSTO DE CAPITAL (WACC) EN CORRI	13,46	12,61	12,97	12,49	18,86	11,97	11,82	11,64	11,71	12,21	11,83

Fuente: 1 www.bloomberg.com/, 2, 3 y 4 www.stern.nyu.edu/adamodar/, 5 www.sbl.gov/ (U.S. Bureau of Labor Statistics)
cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

La ETB generó permanentemente Flujo de Caja Durante el período 2004-2008, siendo esta una de sus principales fortalezas (Cuadro 10). En 2009 la entidad generó \$717 mil millones de EBITDA. Así mismo, sus márgenes EBITDA han sido superiores al 50% durante estos años (51,6% en promedio). Para 2009 dicho margen fue de 49,9%.

El margen EBITDA se refiere a los centavos que por cada peso de ingresos retornan a caja con el propósito de pagar impuestos, cubrir el servicio a la deuda, repartir utilidades y apoyar la reposición de activos y el crecimiento de la empresa. El promedio de este margen logrado durante el período 2004-2008 por la ETB, quiere decir que por cada peso marginal



de ventas se generó un incremento de caja de 51,6 centavos para atender los compromisos mencionados.

Cuadro 10. Flujo de caja de ETB con propósitos de valoración.

millones de pesos corrientes

	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas	1.385.598	1.442.021	1.553.620	1.502.299	1.483.542
-Costos y Gastos Desembolsables	682.593	688.126	768.815	712.110	713.494
EBITDA	703.004	753.895	784.805	790.188	770.048
-Depreciaciones y Amortización Diferidos	283.091	415.600	463.033	429.393	553.877
UTILIDAD OPERATIVA	419.913	338.295	321.772	360.796	216.172
-Impuestos Aplicados	138.571	111.637	106.185	119.063	71.337
UODI	281.342	226.658	215.587	241.733	144.835
+Depreciaciones y Amortización Diferidos	283.091	415.600	463.033	429.393	553.877
FLUJO DE CAJA BRUTO	564.433	642.258	678.620	671.126	698.712
-Inversión en Capital de Trabajo	88.113	-86.561	26.048	-90.740	132.933
-Inversión en Activos Fijos	138.615	79.536	156.507	319.287	294.983
FLUJO DE CAJA LIBRE	337.705	649.283	496.065	442.578	270.796

Fuente: E.T.B., cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

La Productividad del Capital de Trabajo PKT promedio del 32,98 para el mismo lapso, significa que por cada peso que la empresa vendió se requirieron 32,98 centavos para capital de trabajo.

En este orden de ideas, si cada peso marginal de ventas produjo 51,61 centavos, pero a la vez obligó a inmovilizar 32,98 centavos en Capital de Trabajo Neto Operativo KTN, significa que se generó un superávit operativo de 18,63 centavos en promedio durante los años 2004-2008.

Al observar el comportamiento del indicador de Palanca de Crecimiento PDC (Margen EBITDA/PKT) cifra que idealmente debería ser mayor que 1 y que en este caso arrojó en promedio 1,60, significa que a la empresa le es atractivo crecer, en la medida que al hacerlo libera flujo de caja en lugar de demandarlo.

Es decir, la ETB como está es atractiva para los inversionistas en la medida que genera importantes márgenes EBITDA, pero en el mediano plazo requeriría de estrategias que coadyuven a mantener la generación de flujos de caja que permitan cubrir, los requerimientos de capital de trabajo, reposición de sus activos fijos y por ende la creación de valor agregado. Eso con miras a continuar siendo viable y seguir siendo sostenible en un futuro próximo.



De no ser así, tendría dificultades para enfrentar la fuerte competencia a la que se encuentra sometida, por ser este un sector que requiere de fuertes y constantes cantidades de recursos, para invertir en tecnología de punta y para aumentar su participación en el mercado de las telecomunicaciones, logrando así aprovechar los beneficios que traen las economías de escala.

Lo anterior se hace necesario si se tiene en cuenta que de acuerdo con las proyecciones (Cuadro 11), el EBITDA al igual que sus márgenes correspondientes podrían disminuir paulatinamente hasta 2014. Estos últimos pasarían de un promedio del 51,6% durante el período 2004-2008 al 45,6% durante el lapso comprendido entre 2009-2014.

Cuadro 11. Flujo de caja proyectado con propósitos de valoración. ETB

millones de pesos corrientes

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ventas	1.437.700	1.453.972	1.485.106	1.512.173	1.538.962	1.538.962
-Costos y Gastos Desembolsables	720.642	754.149	821.071	840.983	876.053	876.053
EBITDA	717.058	699.823	664.035	671.190	662.909	662.909
-Depreciaciones y Amortización Diferidos	464.701	404.095	370.781	389.417	408.173	408.173
UTILIDAD OPERATIVA	252.356	295.728	293.254	281.773	254.736	254.736
-Impuestos Aplicados	83.278	97.590	96.774	92.985	84.063	84.063
UODI	169.079	198137,45	196480,38	188787,96	170673,22	170673,22
+Depreciaciones y Amortización Diferidos	464.701	404.095	370.781	389.417	408.173	408.173
FLUJO DE CAJA BRUTO	633.780	602.232	567.261	578.205	578.846	578.846
-Inversión en Capital de Trabajo	-196.038	-32.256	-43.515	-51.651	-51.098	0
-Inversión en Activos Fijos	273.413	378.705	258.510	222.799	222.017	247.871
FLUJO DE CAJA LIBRE	556.405	255.784	352.267	407.057	407.927	330.975

Fuente: E.T.B., cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

E = Proyecciones Dirección de Economía y Finanzas - CB

Ahora bien, comparando los márgenes de compañías del sector de telecomunicaciones en Latinoamérica, la ETB tiene resultados atractivos. El margen EBITDA para el 2008 del grupo Telefónica fue 39,6%, el de Telmex (TMX) de 46,5%, el de Telmex Intl. de 23,5% y el de América Móvil de 40,1%⁵.

En el cuadro 12 se muestra el EVA para los últimos cinco años. Antes de proceder a valorar la empresa utilizando las proyecciones respectivas.

Si bien es cierto que la ETB ha venido generando flujo de caja, como se mencionó anteriormente, también es cierto que en los últimos años ha destruido valor (variación

⁵ Fuente: Informe No. 2. Santander Investment.



negativa del EVA para 2006-2008)⁶, debido a que la Rentabilidad del Activo Neto⁷ (RAN) lograda por la entidad fue inferior a su costo de capital.

Cuadro 12. Valoración de la ETB por el método EVA 2004-2008.

Millones de pesos corrientes

	2004	2005	2006	2007	2008
Activos Netos de Operación Iniciales	2.891.299	2.979.412	2.892.851	2.918.899	2.828.159
Incremento KTNO	88.113	-86.561	26.048	-90.740	132.933
Incremento Activos Fijos	138.615	79.536	156.507	319.287	294.983
INVERSIÓN BRUTA	226.728	-7.025	182.555	228.547	427.915
Depreciaciones y Amortización Diferidos	283.091	415.600	463.033	429.393	553.877
INVERSIÓN NETA	-56.363	-422.625	-280.478	-200.845	-125.961
Caja Atrapada por Depreciación	144.476	336.065	306.526	110.105	258.894
Activos Netos de Operación Finales	2.979.412	2.892.851	2.918.899	2.828.159	2.961.092
UODI	281.342	226.658	215.587	241.733	144.835
RAN	9,73	7,61	7,45	8,28	5,12
Costo de Capital	13,46	12,61	12,97	12,49	18,86
RAN vs Costo de Capital	-3,73	-5,00	-5,51	-4,21	-13,74
Activos Netos de Operación Iniciales	2.891.299	2.979.412	2.892.851	2.918.899	2.828.159
EVA sin caja atrapada	-107.711	-148.963	-159.513	-122.969	-388.508
Caja Atrapada por Depreciación	144.476	336.065	306.526	110.105	258.894
EVA CON CAJA ATRAPADA	36.765	187.101	147.013	-12.864	-129.614
Incremento del EVA	180.984	150.336	-40.088	-159.877	-116.750

Fuente: E.T.B., cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

De otro lado, como se observa en la valoración de la empresa por el método EVA, la inversión neta para estos últimos años arroja un valor negativo, lo cual se debe a que las depreciaciones fueron superiores al incremento en los activos fijos, generando lo que se denomina caja atrapada por depreciación. Lo anterior denota que la empresa ha venido aplazando inversión.

Así mismo, teniendo en cuenta que los recursos destinados a depreciación no implican desembolso de efectivo, pero sí corresponden a recursos generados por la gestión de la administración, la caja atrapada por depreciación se considera como un mayor valor del EVA.

⁶ No es el EVA obtenido en el periodo lo que se monitorea, es su variación con respecto al anterior. Es más importante el incremento del EVA que el incremento de la Rentabilidad del Activo Neto (a su vez la rentabilidad marginal es más relevante que la RAN).

⁷ Es de anotar que en la metodología del EVA, para calcular la RAN se deben considerar los Activos Netos de Operación (capital empleado) y no los totales; además deben ser los registrados al principio de período y no los del final como generalmente se acostumbra.

Después de los comentarios anteriores, se procede a valorar la ETB aplicando el método del Valor Económico Agregado, con base en las proyecciones de la empresa tomadas del Sistema único de información de servicios públicos SUI, los supuestos de valoración comentados y las tasas de descuento correspondientes, valoración que se encuentra condensada en el cuadro 13.

Cuadro 13. Valoración de ETB por el método EVA 2009-2014.



CONTRALORÍA

DE BOGOTÁ, D.C.

millones de pesos corrientes

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Activos Netos de Operación Iniciales	2.961.092	2.765.054	2.732.797	2.689.282	2.637.631	2.586.533
Incremento KTNO	-196.038	-32.256	-43.515	-51.651	-51.098	0
Incremento Activos Fijos	273.413	378.705	258.510	222.799	222.017	247.871
INVERSIÓN BRUTA	77.375	346.449	214.994	171.148	170.919	247.871
Depreciaciones y Amortización Diferidos	464.701	404.095	370.781	389.417	408.173	408.173
INVERSIÓN NETA	-387.326	-57.646	-155.787	-218.269	-237.254	-160.302
Caja Atrapada por Depreciación	191.288	25.390	112.271	166.618	186.156	160.302
Activos Netos de Operación Finales	2.765.054	2.732.797	2.689.282	2.637.631	2.586.533	2.586.533
UODI	169.079	198.137	196.480	188.788	170.673	170.673
RAN	5,71	7,17	7,19	7,02	6,47	6,60
Costo de Capital	11,97	11,82	11,64	11,71	12,21	11,83
RAN vs Costo de Capital	-6,26	-4,65	-4,45	-4,69	-5,74	-5,23
Activos Netos de Operación Iniciales	2.961.092	2.765.054	2.732.797	2.689.282	2.637.631	2.586.533
EVA sin caja atrapada	-185.281	-128.566	-121.529	-126.193	-151.350	-135.201
Caja Atrapada por Depreciación	191.288	25.390	112.271	166.618	186.156	160.302
EVA CON CAJA ATRAPADA	6.007	-103.176	-9.258	40.425	34.806	25.101
Incremento del EVA	135.620	-109.183	93.918	49.683	-5.619	-9.705
EVA 2003	-144.219					
VC por el método del FCLD	3.750.153					
Activos Netos de Operación Dic. de 2013	2.586.533					
Valor de Continuidad EVA	1.163.620					
Valor Presente del EVA Período Relevante	-38.289					
Valor Presente del Valor de Continuidad del EV.	664.175					
Valor Agregado de Mercado (MVA)	625.886					
Activos Netos de Operación Dic. de 2008	2.961.092					
VALOR OPERACIONES	3.586.978					
Más Inversiones Permanentes	156.176					
Más Deudores Largo Plazo	356.813					
Más Disponible e Inversiones Temporales	231.680					
Menos Pasivos Financieros	400.774					
Menos Cuentas por Pagar Largo Plazo	7.014					
Menos Obligaciones Laborales Largo Plazo	871.322					
VALOR DEL PATRIMONIO	3.052.538					
Acciones en circulación (mm)	3.551					
Valor Patrimonial po Acción	860					
Precio objetivo (2009)	950					
Precio hoy (31/12/2009)	1.155					
Potencial valorización	22%					

Fuente: E.T.B., cálculos Subdirec. Estudios Fiscales Económicos y Sociales - CB

E = Proyecciones Dirección de Economía y Finanzas - CB



En primera instancia se procedió a determinar el Valor de la Operación del Negocio de Telecomunicaciones de ETB. Para esto, se descontó el Valor Económico Agregado EVA para los años 2009 al 2013 (período relevante) y el valor de continuidad (VC), utilizando la valoración por “Rolling WACC” (Costo de Capital Rotativo).

Después de calcular el Valor de la Operación de dicho negocio, depurar otros activos y pasivos que no tienen una asociación directa con la operación de la empresa, se obtiene el valor del patrimonio para poder calcular el precio objetivo de la acción. Comparando este precio con el de negociación de ésta en el mercado se establece su potencial de valorización (o desvalorización).

El desarrollo de este ejercicio arroja un valor del Patrimonio de \$3.052.538 millones de pesos, que distribuido entre un total de 3.551 millones de acciones ordinarias arroja un precio por acción de \$860 para 2008 y que llevado al 2009 a una tasa igual al costo del patrimonio para este año se obtiene un precio objetivo de la acción de \$950. El precio de mercado de la acción a 31 de diciembre de 2009 fue de \$1.155, por lo que a esa fecha se encontraba con un potencial de valorización del 22%.

Actualmente como consecuencia de la decisión por parte de la alcaldía de Bogotá de dar por terminado el proceso de búsqueda de un socio estratégico (2 de septiembre de 2010), se produjo un desplome de la acción cayendo de \$1.090 que era el precio del día anterior a \$792 (-27,34%), posteriormente continuó en descenso y cayó a \$728 (6 de septiembre). Con relación al precio objetivo (\$ 950 en diciembre de 2009) la acción se ha desvalorizado el 23%. Es decir, pasó de un potencial de valorización del 22% a uno de desvalorización de la misma magnitud.

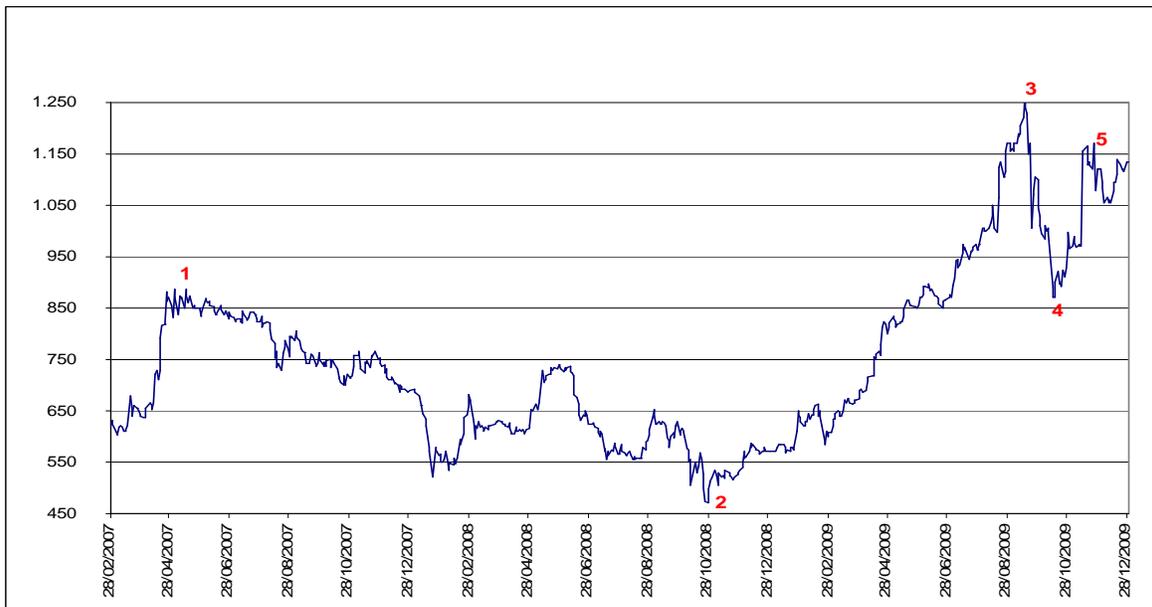
3. Movimiento de la acción de ETB

En la actualidad hay en circulación 3.550.553.412 acciones⁸, en estado activo y con alta liquidez.

3.1. Comportamiento de la acción de ETB en la Bolsa de Valores de Colombia - BVC.

Durante los últimos dos años el comportamiento del precio de la acción ETB ha tenido cinco fases. La primera, un rápido ascenso durante los primeros cinco meses de 2007, hasta alcanzar un precio de \$887. A partir de este máximo, una segunda fase de volatilidad en la cual disminuyó hasta \$470 el 27 de octubre de 2008. Una tercera etapa de ascenso sostenido que se presentó hasta el 15 de septiembre de 2009, momento en el que la acción alcanzó un precio record de \$1.280 y una valorización en lo corrido del año de 123.78%. No obstante, el precio de la acción corrigió a la baja desde el 22 de septiembre, luego de que el juez 38 del circuito administrativo de Bogotá congelara el proceso de búsqueda del socio estratégico, marcando la cuarta etapa de la acción. La quinta fase se desarrolla a partir del 12 de noviembre, momento en que se da vía libre al proceso de consecución del socio estratégico y la acción se valoriza 18.6%

Gráfica 10. Precio acción ETB 2007- 2009



⁸ La acción ETB se identifica con el código de Supervalores COAETBO00010 e ISIN COG13AO00011. El Código ISIN es un código de identificación usado en los sistemas transaccionales bursátiles, que permite diferenciar los títulos valores que pueden ser negociados.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

El aumento de los precios durante 2009 ha permitido que la acción de la ETB tenga una mayor rentabilidad con respecto al comportamiento promedio de los precios de las acciones en el mercado interno. A partir de abril de 2010 se invierte esta tendencia y a comienzos de septiembre el precio de la acción cae abruptamente alejándose del promedio interno, como se refleja en el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia – IGBC⁹ (Gráfica 11).

Gráfica 11. Comparación IGBC y acción ETB.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Para el análisis de las acciones bursátiles se dispone de dos técnicas, el análisis fundamental y el análisis técnico. El análisis fundamental tiene como objeto la entidad emisora y busca estimar el valor de la empresa que oriente la inversión a largo plazo a partir de la estimación de los flujos futuros de utilidades. Por otra parte el análisis técnico se realiza a partir de los precios de mercado de la acción y busca aportar elementos de juicio para la especulación bursátil en el corto plazo.

3.2. Análisis fundamental

Parte de la premisa que el precio de mercado tiende siempre al valor de la empresa, y combina las técnicas propias del análisis financiero, el análisis del entorno de la compañía, de su posición competitiva y de su capacidad de adaptación a las condiciones cambiantes

⁹ La canasta del IGBC se calcula trimestralmente y mide de forma agregada la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado, en la cual la acción de ECOPETROL, Bancolombia y ETB tienen una ponderación respectiva dentro del índice de 30%, 19.6% y 4.6%. Entre el 2 de enero y el 30 de noviembre la variación del IGBC fue 47.5%.



del mercado. La debilidad más importante de este tipo de análisis es la disponibilidad de información y en las limitaciones en la predicción de eventos futuros.

Además del análisis fundamental presentado en la sección 2 se presentan dos de los indicadores fundamentales más conocidos.

3.2.1. Q de Tobin

La Q de Tobin es el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el costo de reemplazar sus activos. Aquellas empresas cuya Q es mayor que la unidad se sentirán estimuladas a invertir, puesto que el valor de mercado de la nueva inversión excederá a su coste; y viceversa, aquellas empresas cuya Q sea inferior a la unidad se sentirán estimuladas a no invertir. El Q de Tobin de ETB es de 1.4528 (1 de diciembre de 2009).

3.2.2. Indicador rentabilidad precio ganancia

El RPG se define como la relación existente entre el precio de mercado de una acción y el beneficio por acción de la compañía en cuestión. Determina el tiempo de recuperación de la inversión en acciones. Supone que las utilidades del período se mantienen para otros períodos. Por ejemplo, una acción cuya relación de precio-ganancia o P/E sea de 10, quiere decir que la compañía percibe ganancias anuales de \$1 por cada \$10 del precio que ostenta la acción. El RPG de ETB es de 22.8601 (1 de diciembre de 2009).

3.3. Análisis técnico

Para el análisis técnico la teoría de Dow es una de las más utilizadas. Esta teoría parte de dos hechos centrales. El primero es que en un mercado competitivo los precios reflejan toda la información relevante, pues incorporan todos los determinantes de oferta y demanda. El segundo es que los promedios permiten suavizar los efectos del ruido implícito en el movimiento diario del precio de las acciones. Sin embargo, una de las críticas a las que es susceptible este enfoque es que las señales aparecen o se confirman muy tarde.

3.3.1. Promedio móvil¹⁰

Para calcular el promedio móvil se utiliza el precio de cierre. Cuando el promedio móvil corta la línea de precio y se ubica por encima está dando una señal de venta. Cuando el promedio móvil corta la línea de precio y se ubica por debajo está dando una señal de

¹⁰ Esta técnica, útil para suavizar series históricas, consiste en que para cada momento existe un promedio que contempla un número fijo de observaciones anteriores; se llama promedio móvil porque a medida que ingresa un nuevo periodo se deja de tener en cuenta el periodo más antiguo. La determinación del número de observaciones a considerar es una decisión del horizonte de análisis, pues un número alto de observaciones tomadas como denominador permite identificar la tendencia de largo plazo.

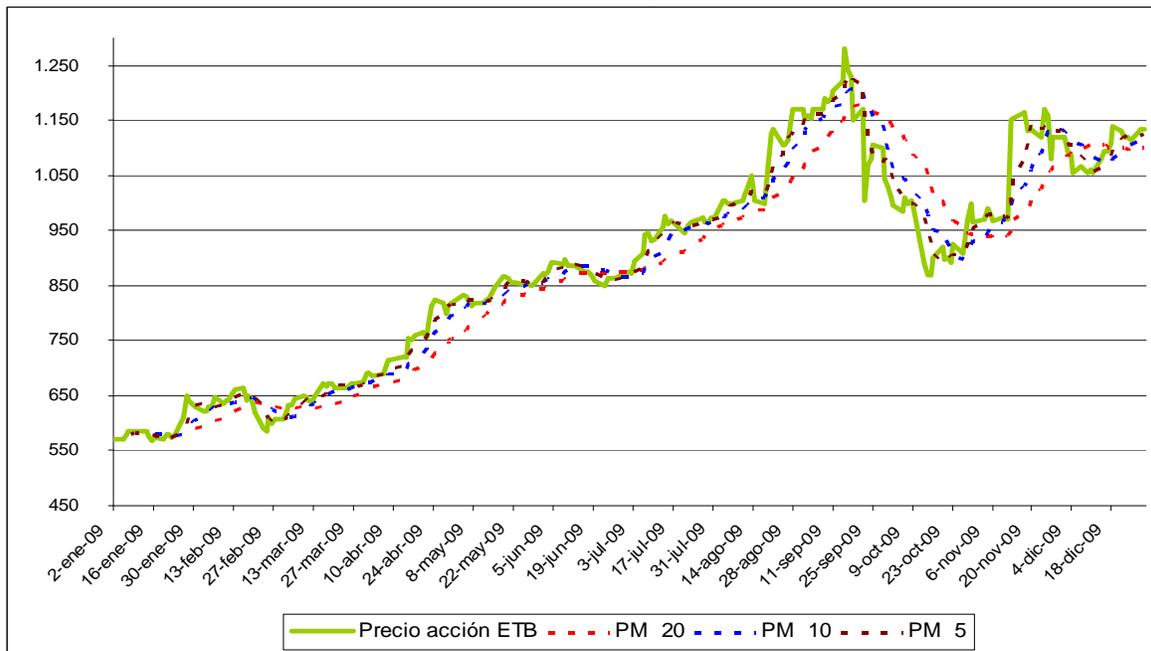


compra. En una tendencia alcista los promedios móviles de corto plazo son superiores a los de plazo más largo, mientras que en una tendencia a la baja (*bear market*) los promedios móviles de corto plazo se colocan por debajo de los de largo plazo.

Además, cuando el promedio móvil de corto plazo se ubica por encima del de largo plazo, es indicio del comienzo de un período de alza en los precios. Mientras que cuando el promedio móvil de largo plazo se ubica por encima del de corto plazo, es indicativo de períodos de tendencia a la baja.

Dado que los promedios móviles para los diferentes plazos generalmente se han ubicado por debajo de la serie de precio, el análisis muestra que la acción de la ETB ha enviado señales de compra durante casi todo 2009. Sin embargo, mientras la consecución del socio estratégico estuvo congelada por razones judiciales, los promedios móviles de todos los plazos superaron a la de la serie de precios enviando señales de venta (Gráfica 12), esto mismo ha sucedido en lo corrido de 2010 debido a la incertidumbre en la consecución del socio estratégico y al dar por terminada la búsqueda de esta alianza estratégica, lo cual incidió en la tendencia como se mencionó arriba en el comportamiento de la acción.

Gráfica 12. Promedios móviles de 5, 10 y 20 días de la acción de ETB.

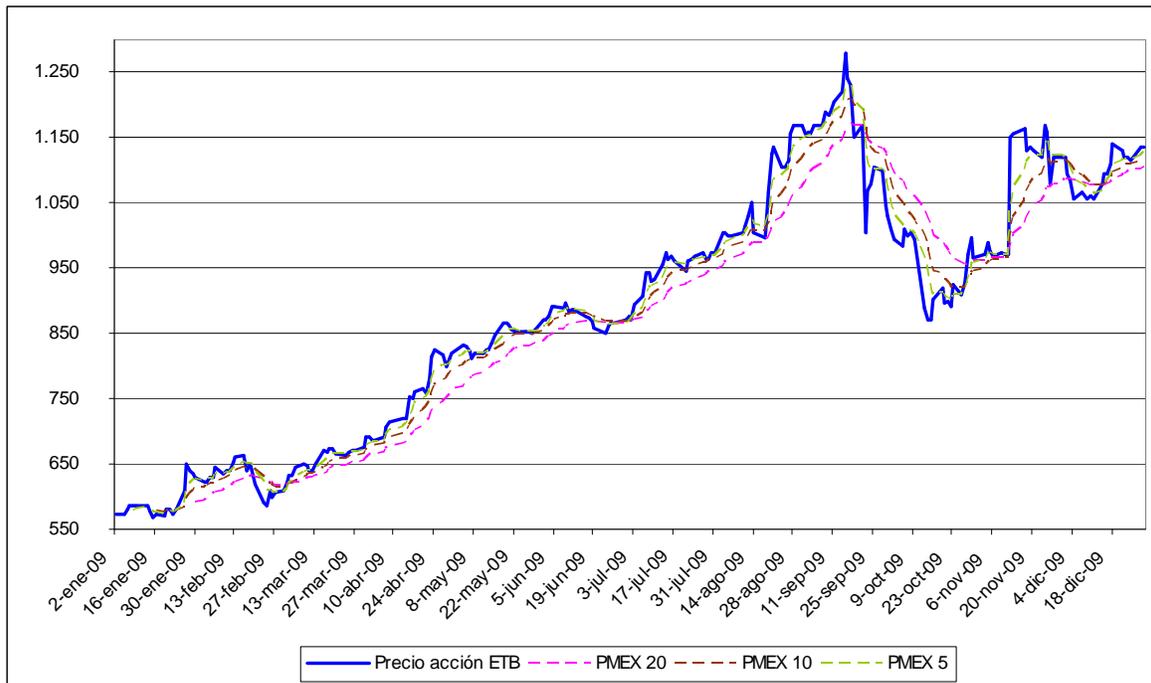


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos propios.



La técnica de promedios exponenciales, que reducen el rezago aplicando más peso a los precios recientes en relación con los precios más antiguos, ratifica la tendencia alcista y de compra de la acción de ETB durante 2009 (Gráfica 13)

Gráfica 13. Promedios móviles exponenciales de la acción de ETB.



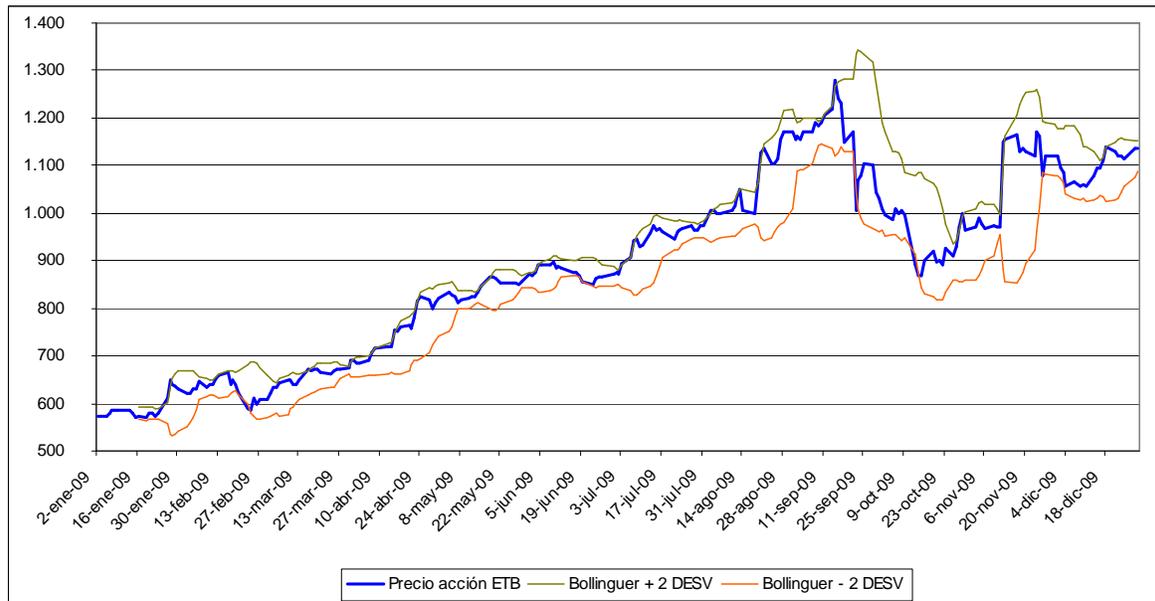
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos propios.

3.3.2. Banda de Bollinger

El examen de la tendencia alcista de la ETB se complementa con el análisis de las Bandas de Bollinger. Esta técnica, que permite identificar la volatilidad del precio en relación con su nivel actual y su dinámica, consiste en tomar un promedio móvil simple y aplicar la desviación estándar equivalente a la longitud del promedio. El promedio móvil más y menos dos desviaciones estándar determina la banda superior e inferior respectivamente.

Por la forma en que se construye, sólo en escasos momentos los precios rompen las bandas y en general cuando lo hacen se anuncian cambios en la tendencia. Este indicador tiene su mayor utilidad en anunciar la volatilidad de la acción en un período de tiempo, pues permiten identificar períodos en los que los precios se mantienen en niveles insostenibles. Las bandas de Bollinger se han ampliado, lo que evidencia una mayor volatilidad en la acción y por tanto un mayor nivel de riesgo (Gráfica 14).

Gráfica 14. Bandas de Bollinger de la acción ETB.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos propios.

3.3.3. Indicador de fuerza relativa

El indicador de fuerza relativa – RSI, compara la magnitud de las ganancias recientes de una acción con respecto a sus recientes pérdidas y transforma esa información en rangos que van de 0 a 100¹¹. Para el 23 de noviembre el RSI de la acción de ETB es de 63, muy por debajo de los niveles de sobrecompra registrados en los meses anteriores¹², lo que indica que el mercado puede incrementar la demanda por esta acción.

3.3.4. Velas japonesas

Otra herramienta del análisis técnico es el gráfico de velas japonesas. En este gráfico el punto superior de la línea de la vela refleja el precio máximo de cotización y el inferior el precio mínimo. En las velas blancas la base del rectángulo representa el precio de apertura y la parte superior del rectángulo el precio de cierre; en el caso de las velas negras el precio de apertura es el superior y la base del rectángulo es el precio de cierre. La gráfica 15 presenta ciclos marcados de velas blancas y negras, donde el último ciclo se caracteriza por su comportamiento mixto.

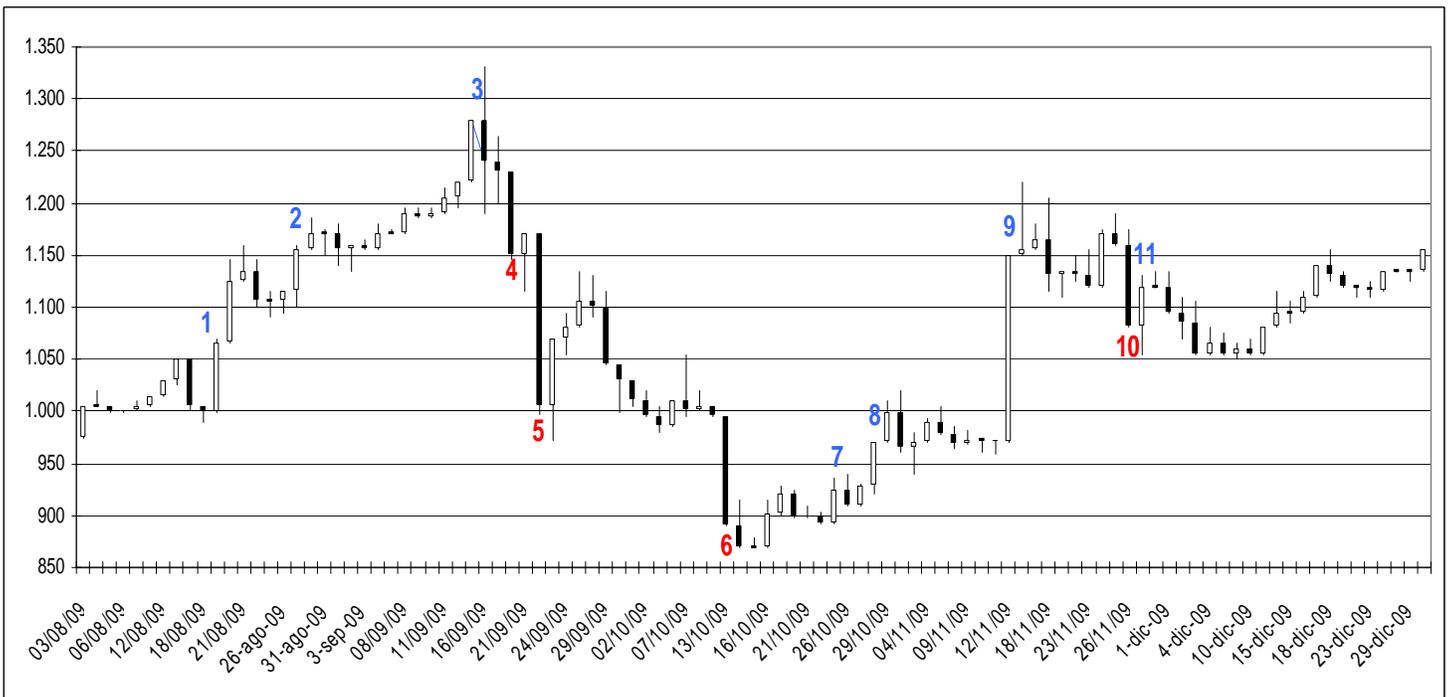
¹¹ Habrá señales de sobre-compra cuando el indicador supere el nivel de 70. Hay señal de sobre-venta cuando el RSI se ubica por debajo de 30.

¹² El RSI mostraba el 8 de junio/09 un valor de 81.

3.4. Información sobre la ETB y movimiento de la acción

La información que se genera en torno a la venta de la ETB afecta el precio de la acción. Para ver el efecto de la información sobre el socio estratégico en el precio de la acción de entidad se utilizan las velas japonesas. El periodo de análisis del 3 de agosto hasta el 30 de diciembre de 2009 se muestra en la gráfica 15.

Gráfica 15. Velas de la acción ETB. Agosto 3 – diciembre 30 de 2009.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Cálculos propios.

En la gráfica 15 se identifican principalmente 11 momentos de alta volatilidad entre agosto y diciembre de 2009.

Cuadro 14. Noticias ETB.

Punto	Fecha	Noticia
1	19 de agosto	Se conoció que el Ministerio de Comunicaciones autorizó a la ETB para ofrecer servicio televisión vía Internet, convirtiéndose en el primer operador que incorpora esta tecnología en Colombia. Tras esta información la acción se valorizó 6.71%.
2	27 de agosto	La ETB cumplió 125 años y enfatiza en los inversionistas la posición y el reconocimiento de la marca entre los usuarios. La acción se valorizó 3.59%.
3	16 de septiembre	La ETB informó a la Superintendencia Financiera que el sindicato interpuso una acción popular contra el proceso de búsqueda de socio estratégico. La acción



Punto	Fecha	Noticia
		descendió 3.13%
4	18 de septiembre	ETB anunció cambios en el cronograma y postergó la elección del socio estratégico. La acción se desvalorizó -6.15%.
5	22 de septiembre	El Juez 38 Administrativo del Circuito de Bogotá detuvo el proceso de consecución del socio estratégico, luego de fallar a favor del sindicato de la ETB. Luego de esta acción judicial la acción se desvalorizó 14.10%.
6	13 de octubre	El juzgado 38 administrativo ratificó la decisión de suspender la búsqueda del socio estratégico y mantiene paralizado el proceso. La acción se desvalorizó 10.55%.
7	23 de octubre	Millicom, socio mayoritario de Colombia Móvil, consideró la posibilidad de asociarse estratégicamente con la ETB. La acción se valorizó 3.7%.
8	28 de octubre	Los ingresos de la ETB se vieron favorecidos por un pleito ganado a Movistar. El precio de la acción se incrementó en 4.53%.
9	12 de noviembre	El Tribunal Administrativo de Cundinamarca levantó la medida cautelar impuesta por el Juzgado 38 de Bogotá. La acción se valorizó 18.56%.
10	26 de noviembre	La ETB mantiene bajo confidencialidad los posibles proponentes para ser socio estratégico de la ETB. La acción se desvalorizó 6.90%.
11	27 de noviembre	Cuatro compañías se presentaron para ser precalificadas en el proceso de búsqueda de socio estratégico de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) hasta el miércoles, cuando se cumplía el plazo. La acción se valorizó 3.70%.

Fuente: Diarios El Tiempo, Portafolio y República

Gráfica 16. Velas de la acción ETB. Enero 4 – septiembre 6 de 2010.



Como se mencionó anteriormente la acción de ETB ha tenido un comportamiento volátil durante el período de análisis, sin embargo su tendencia durante 2009 y el comienzo de 2010 fue al alza hasta el 19 de enero cuando alcanzó una cotización de \$1.210 (se valorizó



4,8% con relación al 30 de diciembre 2009), a partir de este momento cambia su tendencia y en términos generales continúa siendo volátil pero con tendencia a la baja.

El 15 de Marzo de 2010 debido al anuncio del aplazamiento del proceso de búsqueda de un socio estratégico (del 5 de abril para el 31 de mayo), el título de la telefónica cayó a \$991 su nivel más bajo en los últimos cuatro meses. Durante abril se recuperó y el 3 de mayo llegó a \$1.160, para luego en el transcurso de este mes sufrir los efectos de la crisis europea la cual según la BVC generó pérdidas en las acciones colombianas, siendo la acción de la ETB una de las más afectadas junto con las de Acerías Paz de Río y las de Pacific Rubiales. El 18 de mayo el título de la ETB cerró con un precio de \$1.005.

El 2 de septiembre como consecuencia de la decisión de suspender el proceso de búsqueda de un socio estratégico, la acción cayó en un día de \$1.090 a \$792 (-27,34%) y luego a \$728 el 6 de septiembre. En lo corrido del año se ha desvalorizado en 31,43%, y en relación con el precio objetivo (\$ 950 en diciembre de 2009) se ha desvalorizado el 23%. Es decir, pasó de un potencial de valorización del 22% en esa fecha a uno de desvalorización de la misma magnitud.

Lo anterior permite concluir que la información en torno a la venta de la empresa afecta el precio de la acción, principalmente la relacionada directamente con la vinculación del socio estratégico. De hecho, la caída notable del valor de la acción refleja la reacción del mercado acerca del incumplimiento de una expectativa que se estimaba positiva.

4. Conclusiones

En los últimos años se observa un descenso de los ingresos de operación debido básicamente a la disminución de la telefonía local, producto del pronunciado avance de la telefonía celular sobre la fija. Las mejoras tecnológicas y versatilidad de los equipos móviles, permiten múltiples usos y determinan su preferencia.

Si bien se reconoce el esfuerzo por desarrollar servicios de Internet banda ancha y empaquetamiento de otros servicios, para sustituir los ingresos tradicionales decrecientes, aún no se logra estabilidad en las ventas. Esta situación se traduce en que el margen operacional de la ETB sea cada vez menor, dado el peso de los ingresos por telefonía fija que tiene la empresa.

La incursión de grandes empresas como Telefónica, Telmex, etc. en el sector de las telecomunicaciones y la expectativa de ingreso de nuevos operadores de conectividad móvil, originada por el aumento del espectro para movilidad, permitirá el ofrecimiento de nuevos desarrollos tecnológicos relacionados con el servicio de voz y datos (mercado de los portátiles, Internet inalámbrico, etc). Situación que le exigirá a la empresa mayor grado de competitividad, innovación constante y marcación de diferencia con la competencia para asegurar fidelidad de sus usuarios y la incorporación de nuevos clientes.

La ETB es atractiva para los inversionistas porque genera importantes márgenes de EBITDA. Sin embargo, en el mediano plazo requerirá de estrategias que coadyuven a mantener la generación de flujos de caja que permitan cumplir los requerimientos de capital de trabajo, reposición de activos fijos y, por ende, la creación de valor agregado.

Si bien es cierto que la ETB ha venido generando flujo de caja, también es cierto que en los últimos años ha destruido valor (variación negativa del EVA para estos años)¹³, debido a que la rentabilidad del activo neto¹⁴ (RAN) lograda por la entidad fue inferior a su costo de capital. Por su parte, las depreciaciones fueron superiores al incremento en los activos fijos, generando lo que se denomina caja atrapada por depreciación. Lo anterior denota que la empresa ha venido aplazando la inversión.

¹³ No es el EVA obtenido en el periodo lo que se monitorea, es su variación con respecto al anterior. Es más importante el incremento del EVA que el incremento de la rentabilidad del activo neto (a su vez la rentabilidad marginal es más relevante que la RAN).

¹⁴ Es de anotar que la metodología del EVA, para calcular el RAN se deben considerar los activos netos de operación (capital empleado) y no los totales; además deben ser los registrados al principio de periodo y no los del final como generalmente se acostumbra.

Del modelo de valoración se obtiene un precio objetivo de la acción de \$950. No obstante, el precio de mercado de la acción a 30 de diciembre de 2009 fue de \$1.155, lo que permite concluir que la acción estuvo sobrevalorada en un 22%. El valor que el mercado reconoció por la ETB al 30 de diciembre de 2009 fue de \$4,1 billones.

Durante 2009 la acción de ETB logró una rentabilidad del 103%, superior a la rentabilidad promedio de las acciones que componen el IGBC. Lo anterior se sustentó en la especulación entorno al socio estratégico de la empresa.

Los promedios móviles simples y exponenciales ratifican la tendencia alcista y de compra de la acción de ETB durante 2009. Las bandas de Bollinger se han ampliado, lo que evidencia una mayor volatilidad en la acción y por tanto un mayor nivel de riesgo.

En lo corrido de 2010 la acción de ETB se ha desvalorizado en 31,43%, y en relación con el precio objetivo (\$ 950 en diciembre de 2009) se ha desvalorizado el 23%. Es decir, pasó de un potencial de valorización del 22% en esa fecha a uno de desvalorización de la misma magnitud. Esto se atribuye básicamente a la incertidumbre en la consecución del socio estratégico y a la decisión a comienzos de septiembre de suspender su proceso de búsqueda.

La información en torno a la venta de la empresa afecta el precio de la acción, principalmente la relacionada directamente con la vinculación del socio estratégico. De hecho, la caída notable del valor de la acción refleja la reacción del mercado acerca del incumplimiento de una expectativa que se estimaba positiva.

Bibliografía

ALVAREZ GONZALEZ, Alfonso. Análisis bursátil con fines especulativos. Editorial Limusa. 2007. 366 pág.

DAMODARAN, Aswath. Equito Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – A post-crisis Update. October 2009.

INFORME DE GESTIÓN 2008 ETB

ÓSCAR LEÓN GARCÍA S., Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA®, 2003.

Páginas WEB

www.bloomberg.com/

www.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.stern.nyu.edu/~adamodar/

www.sui.gov.co

www.siust.gov.co

www.mincomunicaciones.gov.co

www.itu.int/ITU-D/ict/index.html

www.CRCOM.GOV.CO/

(U.S. Bureau of Labor Statistics) www.sbl.gov/

www.eltiempo.com.co

www.larepublica.com.co

www.portafolio.com.co