

Una estructura eficiente de capital para la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB)

Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 6, pp. 125-143. Medellín, diciembre de 2010

Andrea Patricia Chica Patiño* y Jairo Andrés Vélez Álvarez**

* Administración Financiera, Politécnico Colombiano Jaime Isaza Cadavid. Especialista en Finanzas Corporativas, EIA. Asistente Comercial, Valores Bancolombia.

** Publicista, Universidad Pontificia Bolivariana. Especialista en Finanzas Corporativas, EIA; CEO, PTDRAW Post-Tension Engineering Drafting.

UNA ESTRUCTURA EFICIENTE DE CAPITAL PARA LA EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE BOGOTÁ (ETB)

Andrea Patricia Chica Patiño y Jairo Andrés Vélez Álvarez

Resumen

Dentro de la gestión empresarial tienen especial preponderancia las decisiones de financiación enfocadas siempre a alcanzar la mayor rentabilidad al menor costo.

Para la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, hallar una estructura eficiente de capital tiene vital importancia en tiempos en los cuales los rápidos avances tecnológicos y la entrada al mercado de grandes competidores hacen del sector de las telecomunicaciones un campo de batalla, donde cada vez son más necesarias la versatilidad y optimización de recursos que le permitan garantizar su permanencia y liderazgo.

Para encontrar una estructura eficiente de capital, acorde al perfil y necesidades de la compañía, se partió de un análisis de la situación financiera actual, se calculó su valor presente derivado de un modelo de flujo de caja libre descontado, y los resultados obtenidos por la aplicación de dicho modelo se dividieron por el servicio a la deuda, sujetos a condiciones que permitieran modelar escenarios con estructuras de capital diferentes y contemplar variables como: duración, costo de deuda (WACC), valor compañía y calificación. Se busca con ello determinar su repercusión e impacto en las mismas.

Palabras clave: Estructura Eficiente de Capital, Modelo de Valoración Corporativo, Sensibilización de la Estructura de Capital, Escenarios de deuda.

Abstract

Within the corporate management, financing decisions have special preponderance always focused on achieving the best value at less cost.

For the ETB, finding that capital structure is of vital importance in times when the constant and rapid technological advances and market entry of new and larger competitors make telecommunications a constant battlefield where become increasingly necessary the versatility and optimization of money by the company to ensure its permanence and leadership. To find an efficient capital structure consistent with the profile and needs of the company was based on an analysis of the current financial situation, we calculated the present value derived from a model of discounted free cash flows and these flows were divided by service debt, subject to conditions that would allow modeling scenarios with different capital structures, to look at variables such as duration, cost of debt (WACC), company value and rating, determining its impact and impact on them.

Key words: Efficient Capital Structure, Corporate Valuation Model, Capital Structure Sensibilization, Debt Scenarios.

Una estructura eficiente de capital para la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB)

Andrea Patricia Chica Patiño y Jairo Andrés Vélez Álvarez

Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 6, pp. 123-141. Medellín, diciembre de 2010

1. Introducción

El sector de las telecomunicaciones en Colombia está sujeto a los constantes cambios tecnológicos e idiosincráticos que han transformado a la humanidad y sus formas de comunicarse; cambios no registrados en la historia de los últimos 20 años. Y no sólo han sido los factores sociales y tecnológicos los que han contribuido a estas transformaciones: la globalización de la información va de la mano con la de los mercados, en los que los flujos de capital parecen no tener ya las barreras fronterizas que alguna vez delimitaron los mapas y que ahora fluyen libremente de un país a otro trayendo consigo, no solo competidores cada vez más fuertes, sino también oportunidades casi ilimitadas de financiación para las empresas.

Para que Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, pueda hacer frente a estos nuevos retos, se hace necesaria una mayor optimización de los abundantes recursos de financiación que se encuentran disponibles en el mercado, que le permitan obtener una mayor rentabilidad, sostenibilidad y competitividad en el sector. Para este fin es importante encontrar una estructura eficiente de capital.

El presente trabajo parte del análisis del comportamiento histórico de los estados financieros de la Empresa, con el fin de identificar su estructura de capital actual y, a partir de estos resultados, modelar escenarios que permitan evaluar el impacto y duración de diferentes estructuras de capital sobre el valor de la compañía, el costo de deuda y su calificación.

Obtener una combinación eficiente de financiación de recursos para hacer frente a los requerimientos de inversión que demanda el sector de las telecomunicaciones, soportar el crecimiento tecnológico y cumplir cómodamente con las obligaciones financieras son los beneficios más importantes que cubrirían la identificación de dicha estructura.

2. Metodología

Tabla 1. Metodología del proyecto

1. ESTADO DEL ARTE. Estudio de las diferentes teorías de estructura de capital
2. ESTUDIO CASO PARTICULAR. Recopilación de información financiera de la empresa y el sector.
3. MODELO DE VALORACIÓN CORPORATIVO. Definición de los supuestos del modelo y sus diferentes variables.
4. MODELO DEL COSTO DE LA DEUDA. Se modeló en función de los indicadores de cobertura definidos.
5. APROXIMACIÓN DINÁMICA A LA ESTRUCTURA EFICIENTE. Se realizó un análisis de decisión de deuda en función del monto, duración, fuente y tasa.
6. ANÁLISIS ESTRUCTURA DE DEUDA-DURACIÓN- ESTRUCTURA EFICIENTE. Se calculó una estructura eficiente de capital para la compañía con base en las conclusiones de los análisis hechos.
7. CONCLUSIONES

3. Presentación de la compañía

La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, fundada en 1884, es hoy una de las más grandes empresas del sector de las telecomunicaciones en Colombia.

Desde su conversión en empresa comercial por acciones en 1997, ha fortalecido su presencia en el sector, especialmente a partir del año 2003 cuando realizó un proceso de democratización accionaria que le permitió obtener recursos por 245 mil millones, y vinculó a 61.313 colombianos como inversionistas.

Sus principales líneas de negocio son:

- Telefonía local
- Telefonía larga distancia
- Datos e internet

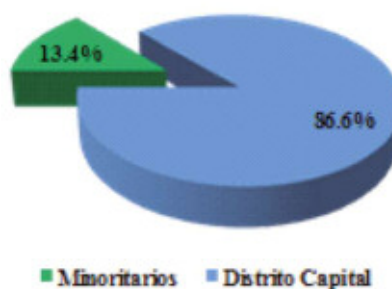


Gráfico 1. Composición Accionaria

Fuente: ETB



Ilustración 1. Inversiones en Sociedades

Fuente: Proyectar Valores

Cifras del sector

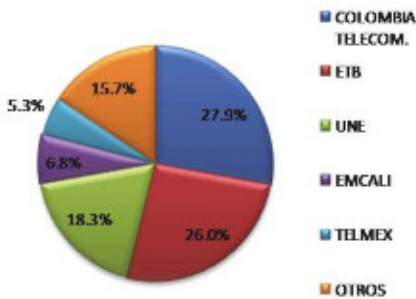


Gráfico 2. Participación en telefonía Local

Fuente: SUI

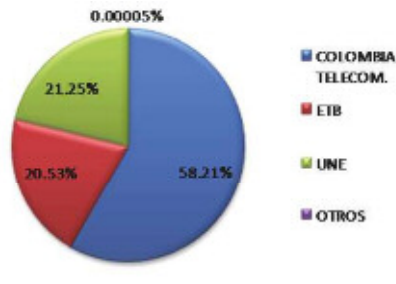


Gráfico 3. Participación en Telefonía Larga Distancia

Fuente: SUI

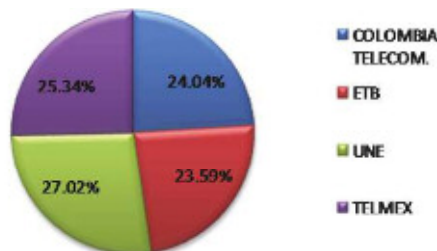


Gráfico 4. Participación en Datos e Internet

Fuente: SUI

3.1 Análisis financiero de la compañía

Se realizó un análisis horizontal y vertical al Estado de Resultados y se observó lo siguiente:

Los ingresos operacionales obtenidos durante el año 2009 disminuyeron en un 3,09% respecto al año 2008. Este resultado es, en gran parte, ocasionado por el decrecimiento en telefonía local y larga distancia, como puede verse en el

Gráfico 5: evolución de los Ingresos por Líneas de Negocio.

Las cifras que se observan en el gráfico 6 reflejan el direccionamiento de la compañía y sus esfuerzos por recomponer la participación de sus ingresos, siguiendo el lineamiento de las nuevas tendencias del sector de las telecomunicaciones, en el que los servicios tradicionales son sustituidos por nuevas tecnologías de servicio móvil y transmisión vocal vía internet.

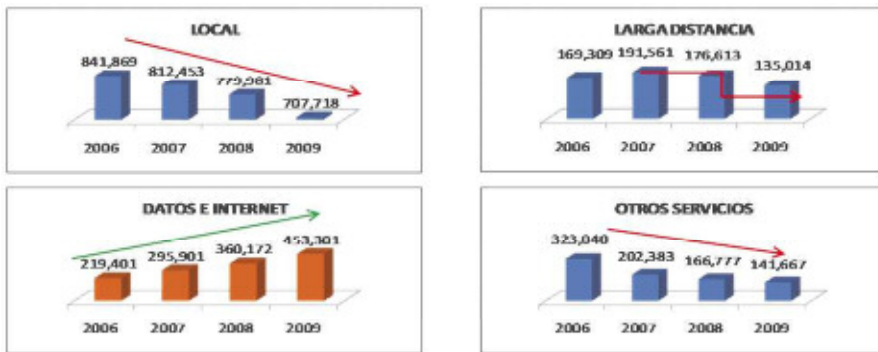


Gráfico 5. Evolución de los Ingresos por Líneas de Negocio

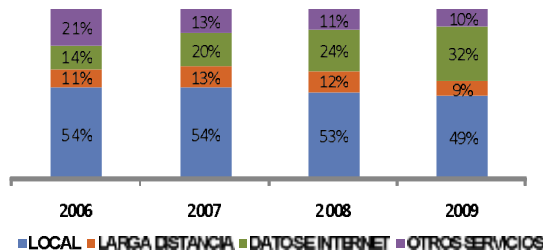


Gráfico 6. Participación de ingresos por Líneas de Negocio

El costo de ventas aumentó en un 1,70% frente a un decrecimiento logrado en el año 2008 del 2% con respecto al 2007. Esto ha impactado en forma directa el margen bruto, que pasó a un 61% con respecto a un 63% obtenido en el 2008, debido principalmente a incrementos en costos de personal y mantenimiento, y reparación de equipos.

Otra razón que afectó dicho margen fue la fuerte competencia, representada en la Cía. Colombia Telecomunicaciones, y también al ingreso de nuevos operadores en el mercado tales como Telmex Telecomunicaciones, los que cuentan con robustos modelos de operación y una gran fortaleza en el aprovechamiento de economías de escala.

El margen EBITDA se ha mantenido en niveles del 42% durante el periodo analizado.

Su utilidad operacional aumenta, al pasar de \$ 216.172 millones en 2008 a \$252.357 millones en 2009.

La utilidad neta del ejercicio decreció en un 0,58%, \$ 1.180 millones menos que el año 2008, ubicándose en \$ 202.957 mil millones, equivalente a un margen neto del 14%.

Las cuentas de mayor peso son el costo y los gastos de administración y ventas con un 38% y 20% en promedio, respectivamente. Aunque los informes de gestión resaltan los esfuerzos que la Cía. ha realizado en materia de reducción de costos y gastos, los resultados operacio-

nales no han sido los esperados. Estos, por el contrario, han presentado un comportamiento descendente.

El margen EBITDA se ha mantenido en niveles del 42% durante el periodo analizado.

Desde una perspectiva general, los resultados de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, evidencian la presión de un entorno sectorial cada vez más competitivo, un mercado que exige, sin dar tregua, innovaciones tecnológicas; un medio donde la inversión es intensiva y donde las estrategias de economías de escala son imprescindibles para garantizar el éxito de aquellas orientadas a garantizar el futuro del negocio.

La aplicación de estrategias diferenciales por grupo de clientes, ajustada por tipo de riesgo y probabilidad de pago, evidenció una mejora en la recuperación de cartera. Su rotación pasó de 159 días en el año 2008 a 103 días en el 2009. El rubro de cuentas por cobrar presentó un comportamiento positivo, al pasar de \$ 646.083 millones a \$ 405.407 millones en el año 2009. Es una tarea que debe continuar para los años futuros, ya que, pese al esfuerzo, aún no es un indicador saludable si se analiza frente al de rotación de inventarios de 11 días y al de rotación de proveedores de 58 días, de donde se deduce claramente una falta de eficiencia, y la necesidad de financiar 56 días de operación.

Otro proyecto relevante, relacionado con el mejoramiento de la gestión de

cartera, es la renovación y actualización de plataformas, lo que ha permitido mejorar la calidad de la facturación. Como resultado se logró prevenir cerca de 100.000 reclamos en el año y asegurar ingresos de 146.000 clientes que equivalen, por lo menos, a \$1.609 millones. Este resultado comparado con el obtenido en el año 2008 representa una disminución en inconsistencias de facturación de un 35,14%, y el valor de incobrables decreció en un 27,54% (ETB, 2009).

En cuanto a su comportamiento de deuda, ETB mantuvo por octavo año consecutivo la calificación "AAA", otorgada por la Sociedad Calificadora de Valores *Duff and Phelps* de Colombia S.A. Esta calificación se otorga a obligaciones con la más alta calidad crediticia, donde los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

A finales del 2009, ETB efectuó una reestructuración de la deuda financiera, que permitió la reducción de su costo en 94 puntos básicos y la ampliación del plazo promedio de la misma en 1 año y 5 meses.

3.2 Estructura financiera

La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, presenta actualmente una estructura Financiera Patrimonial, considerando que su patrimonio representa un 52% y su pasivo total un 48%. Dicha estructura se ha mantenido durante los dos últimos años.

La relación deuda con costos financieros Vs. Patrimonio es del 5,11% y 94,89% respectivamente.

3.3 CAPEX

El comportamiento del CAPEX evidencia los requerimientos intensivos de capital. En el gráfico 7 se observa cómo se incrementa del año 2005 al 2007 duplicando las inversiones, lo que ejerce una gran presión en la necesidad que tiene la compañía de contratar recursos de deuda, ya que para adelantar dichas inversiones ETB necesita mayores recursos que los que genera operativamente. Lo ratifica el descenso que presenta para el año 2009, cuando se ve una disminución en las inversiones de un 29,8% a un 26,4%.

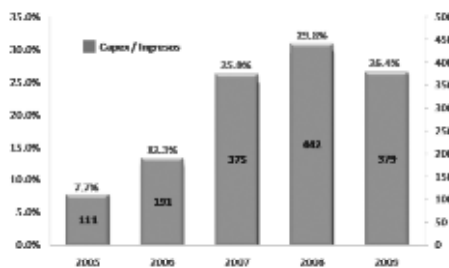


Gráfico 7. Evolución del CAPEX

3.4 Margen Ebitda

Tabla 2. Comportamiento histórico del EBITDA

INDICADORES DE RENTABILIDAD	2005	2006	2007	2008	2009
Márgenes					
EBITDA	43%	40%	44%	39%	43%
EBIT	23%	21%	24%	15%	18%
NETO	10%	12%	16%	14%	14%

El margen EBITDA presenta un comportamiento positivo y estable en los años 2005, 2007 y 2009.

La disminución que se observa en el año 2006, con un margen del 40% frente a un promedio del 43% de los años que muestran estabilidad, se debió básicamente a dos hechos puntuales: los requerimientos relacionados con la política de masificación del servicio de banda ancha, ya que fue necesario incurrir en costos de publicidad, promoción, mantenimiento y alquileres, y la adopción del nuevo plan regulado, que implicó orientación y educación al cliente a través de los servicios de *call center*.

Otro factor que impactó la variación del margen EBITDA en el año 2006 fue la continuidad de la tendencia decreciente del mercado de larga distancia, que atenuó los ingresos de datos y voz local.

La variación negativa del año 2008 es el resultado de la incidencia que tuvo la crisis internacional, disminuyendo así el ritmo de crecimiento.

3.5 Supuestos de valoración

Para la proyección de los ingresos operacionales se tuvo en cuenta la tendencia del sector de las telecomunicaciones y el factor competitivo que enfrenta la Compañía actualmente.

TELEFONÍA LOCAL. La base del supuesto se fundamentó en dos datos relevantes y reales: las líneas telefónicas (Q), facturadas por la Compañía en los últimos cinco años (2005-2009), y los ingresos percibidos por esta línea de negocio para cada año, para llegar a un ingreso por línea (P), dato que se mantuvo estable para los años de proyección al no contar con información detallada de las tarifas.

Para estimar el crecimiento se procedió así: las líneas telefónicas se proyectaron con un crecimiento negativo en el año 2010 del -14%, siguiendo la expectativa que tiene la Cía., en particular para este año. Los siguientes años se proyectaron con una tasa del -3%, tomando un indicador más prudente, en línea con el

comportamiento histórico y la dinámica del sector, donde es preponderante el crecimiento de los servicios móviles y la transmisión de voz vía internet, disminuyendo así el uso de canales tradicionales fijos.

LARGA DISTANCIA. A futuro, este renglón pierde fuerza por la tendencia en el sector de telecomunicaciones de sustituir dicho servicio por la comunicación vía internet o a través de tecnología móvil, a un menor costo y a la vanguardia del medio moderno. Al tomar esta base de información se mantuvo un crecimiento negativo del -24%, igual al obtenido en el año 2009 para proyectar las cifras futuras. Dicha tasa se aplicó al número de clientes (Q), y con el dato histórico obtenido de los informes de gestión de la Cía. se calculó un ingreso por cliente (P).

DATOS E INTERNET. Esta línea ha venido presentando un crecimiento relevante y su aporte al grupo de los ingresos operacionales ha tomado una notable participación.

Siguiendo en línea con el crecimiento obtenido en el 2009 del 12%, y de considerar el posicionamiento sólido que ha logrado la Cía. en el segmento de internet dentro del mercado en Bogotá, se tomó esta tasa como base para estimar el crecimiento del número de suscriptores (Q) a partir del dato reportado para el cierre del último año y se

mantuvo hasta el 2014. A partir del año 2015 hasta el 2017 se consideró en forma gradual un decrecimiento de dicha tasa, fundamentado en la fuerte competencia y una etapa de estabilización en los dos últimos años.

Adicionalmente, con los datos históricos se calculó un ingreso por suscriptor (P), el cual se estimó con un crecimiento acorde al IPC proyectado, tal como puede verse en el Gráfico 8.



Gráfico 8. Ingresos Proyectados

En el gráfico 9 se observa el comportamiento de los costos y gastos de venta. Para su proyección se consideró la participación de dichos rubros con respecto a las ventas, los cuales arrojaron promedios del 38% y 20% respectivamente. Adicionalmente, se tomó en cuenta el ahorro que representaba para la Cía. el plan de retiro voluntario ofrecido a los empleados por un valor de \$ 58.000 millones para los próximos cinco años, con una disminución gradual hasta el año 2014 y a partir de este año se estabilizan. Se tomó también como indicador de crecimiento el IPC proyectado.

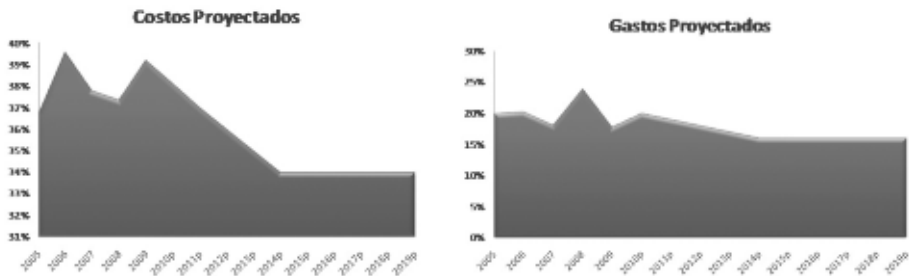


Gráfico 9. Costos y Gastos proyectados

3.5.1 Valoración de la compañía

Para la valoración de la compañía, inicialmente se proyectaron sus flujos de caja en un horizonte de diez años y se utilizó como tasa de descuento el WACC (*Weighted Average Capital Cost*) o costo promedio ponderado de capital para traer a valor presente dichos flujos. Luego se halló el valor terminal de la compañía calculando su valor presente con la misma tasa de descuento.

3.5.2 WACC

Se llegó a un WACC inicial de 12,8% para el año 2010. Proyectándolo para los demás periodos alcanza un máximo de 14,1% en el año 2012 cuando comienza a decrecer para estabilizarse en 13% en el año 2017, cuando se termina de pagar la deuda actual, lo que significa que, sin nueva deuda, el WACC tiende a igualarse al CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Esta fue la tasa de descuento que se utilizó para traer a valor presente los flujos de caja y así calcular el valor de la empresa.

3.5.3 Flujos de Caja Libre

Se define como el saldo disponible para distribuir entre los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda de la empresa, después de descontar el CAPEX y los requerimientos de capital de trabajo.

Dichos flujos fueron proyectados según diferentes supuestos macroeconómicos relacionados directamente con la naturaleza del negocio, como lo son la inflación (IPC), el PIB, la tasa de interés (DTF), entre otros.

Para la ETB se observa en todo el horizonte de proyección un flujo de caja libre positivo, lo que garantiza fondos disponibles para cumplir con sus obligaciones financieras y operativas.

Podría decirse que, en cuanto al Flujo de Caja Libre, FCL, la ETB cumple con los *covenants* generalmente exigidos por las entidades financieras, lo que le garantizaría una importante fuente de financiación con dicho sector.

3.5.4 Valor Terminal (VT)

Se refiere al cálculo de un valor futuro de la empresa traído a valor presente con una tasa de descuento WACC ya calculada.

Para dicho cálculo se utilizó la fórmula:

$$VT = \frac{FCLn + 1}{WACC - g}$$

Donde "g" es una tasa de crecimiento a perpetuidad, es decir, luego del último año cuánto va a crecer la compañía. Se halló a partir del producto de la tasa de reinversión y el ROIC del último año de proyección, 2019. Se tiene entonces:

VT=3.260.870 millones de pesos

Traído a un valor presente con un factor de descuento de 3,26 en el último año hallado a partir del WACC del año 2010 se tiene:

VP de VT =992.743 millones de pesos

3.5.5 Enterprise Value (EV)

Éste se refiere al valor de la compañía, calculado a partir de la suma entre el valor presente de los todos los flujos de caja en el horizonte de proyección y el valor a perpetuidad VT anteriormente calculado.

EV=4.628.701 millones de pesos

3.5.6 Equity Value

Se refiere al valor patrimonial de la compañía y se halló restándole al EV los pasivos del 2009.

EQUITY VALUE=2.564.567

millones de pesos

Este valor, dividido el total de acciones en circulación de la ETB, que ascienden a 3.550,55 millones de acciones, arroja un valor unitario por acción de \$722,30.

3.5.7 Múltiplos

EV/EBITDA es un múltiplo que se obtiene al dividir el valor de la empresa, o de sus activos operacionales (EV), entre el Ebitda.

Con este múltiplo de valoración se hacen análisis relativos de empresas para determinar si una compañía está sub o sobrevalorada respecto a sus pares. En este sentido, mientras más bajo sea el múltiplo, más atractiva será la compra de una porción accionaria de la firma. El valor obtenido a partir del ejercicio de valoración fue de:

EV/EBITDA=8,42

Para ETB el múltiplo EV/EBITDA está muy por encima del promedio de compañías similares (5,6), lo que la hace poco atractiva para los inversionistas.

3.6 Estructura de capital

Una vez realizado el correspondiente análisis de la información histórica recopilada a partir de fuentes secundarias, se encontró que la compañía actualmente presenta una estructura de capital conformada por un 89% de *equity* y un 11% deuda financiera, tanto de corto como de largo plazo.

3.7 Calificación de la compañía

Para el año 2010 y los demás años del horizonte de proyección se obtuvo una calificación AAA calculada a partir del modelo de *Fitch Ratings Colombia*, el cual considera como base los indicadores de FCL/Servicio de la Deuda, Deuda/EBITDA, EBITDA/Intereses, EBITDA/Deuda y Deuda/Patrimonio.

Los resultados obtenidos son un reflejo de la estrategia de mantener un bajo nivel de apalancamiento que la Cía. ha venido implementando en los últimos años. Otro referente que pesa en la consecución de este resultado es la duración actual de la deuda, que corresponde a 7 años, lo que indica que para el año 2016 la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB no contaría con fuente de financiación externa. Se considera importante mencionar que para el año 2010 el Comité Técnico de Calificación de *Fitch Ratings Colombia S.A.* le otorgó a la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, la calificación AAA por octavo año consecutivo.

La firma calificadora sustentó su decisión en varios fundamentos, entre los cuales se encuentran:

La posición de liderazgo que presenta la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, en Bogotá, la sólida posi-

ción financiera, la generación de flujo de caja, la fuerte posición de liquidez y el manejable perfil de vencimientos de deuda.

La ETB mantiene una fuerte posición de mercado en los negocios en que opera, pese al entorno altamente competitivo del sector de las telecomunicaciones, el cual ha presionado las ventas principalmente de servicio local y larga distancia.

La ETB presenta un perfil financiero conservador y se estima que se mantenga estable en el mediano plazo (*Fitch Ratings Colombia S.A.*, 2010).

3.7.1 Sensibilización de la estructura de capital

Al momento de tomar como referente la estructura de capital actual de ETB se construyeron diferentes escenarios con el objetivo de encontrar la mejor combinación que permitiera maximizar el valor de la compañía y, a su vez, disminuir el WACC.

3.7.2 Escenario base

Como se explicó anteriormente, este escenario se construyó a partir de la proyección de la información histórica recopilada. En las tablas 3 y 4 se observan los resultados obtenidos:

Tabla 3. Valoración ETB - Escenario Base

Valor actual compañía	4.628.701
Valor actual acción	722

Tabla 4. WACC Proyectado

Años	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
WACC	12,77%	13,23%	14,06%	13,37%	13,51%	13,17%	13,07%	13,03%	13,04%	13,04%

3.7.3 Escenario 1: manteniendo la misma calificación

Se tomó como punto de partida el indicador de Flujo de Caja Libre/Servicio de la Deuda, obtenido en la valoración y, para efectos de mantener la misma calificación, se condicionó a que el resultado de dicho indicador fuera > a 1,5. Para cumplir con esta condición se trabajó con un factor de 1,6.

Posteriormente se procedió a calcular el máximo endeudamiento teórico, descontando el servicio de deuda a una tasa de interés compuesta por IPC + un *spread* de mercado.

Bajo este escenario se consideraron las tres duraciones mencionadas para la deuda, lo que arrojó como resultado diferentes estructuras de capital, valor compañía y WACC.

Tabla 5. Estructuras de Capital por Duración (escenario 1)

Estructura Deuda 5 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
D/D+E	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
WACC	11.26%	11.44%	11.88%	11.33%	11.40%	11.13%	11.05%	11.02%	11.02%	11.02%
Tasa Descuento		6.50%	6.50%	6.50%	6.50%					
Valor Máximo Deuda 5 años	1,055,954.42 Cifra COP millones									
Valor Cía.	5,198,292.70 Cifra COP millones									
Valor Acción	883									

Estructura Deuda 7 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%	65%
D/D+E	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
WACC	11.04%	11.21%	11.62%	11.11%	11.18%	10.93%	10.85%	10.82%	10.82%	10.82%
Tasa Descuento		7.02%	7.02%	7.02%	7.02%	7.02%	7.02%			
Valor Máximo Deuda 7 años	1,331,642.16 Cifra COP millones									
Valor Cía.	5,270,992.34 Cifra COP millones									
Valor Acción	903									

Estructura Deuda 10 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%
D/D+E	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
WACC	11.02%	11.17%	11.56%	11.08%	11.14%	10.91%	10.84%	10.81%	10.81%	10.81%
Tasa Descuento	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	7.94%	
Valor Máximo Deuda 10 años	1,604,888.32 Cifra COP millones									
Valor Cía.	5,279,252.80 Cifra COP millones									
Valor Acción	906									

Después de analizar los diferentes resultados se concluyó que para este primer escenario, como se observa en la tabla 5, la estructura más eficiente de capital corresponde a una relación de 61% *Equity* y 39% Deuda con una duración de **diez años** cuando, a su vez, se maximiza el valor de la compañía y se disminuye el costo ponderado de capital WACC.

3.7.4 Escenario 2: bajando un grado la calificación

Se tomó igualmente como punto de partida el indicador de Flujo de Caja

Libre/Servicio de la Deuda obtenido en la valoración y, para efectos de bajar un grado la calificación, se condicionó a que el resultado de dicho indicador fuera > a 1,2. Para cumplir con esta condición se trabajó con un factor de 1,3.

Para el cálculo del máximo endeudamiento teórico se descontó el servicio de deuda a una tasa de IPC + un *spread*, tomando en cuenta su duración respectiva.

Tabla 6. Estructura de Capital por Duración (escenario 2)

Estructura Deuda 5 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%	66%
D/D+E	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	34%
WACC	11.15%	11.32%	11.74%	11.22%	11.29%	11.03%	10.96%	10.92%	10.92%	10.92%
Tasa Descuento		7,22%	7,22%	7,22%	7,22%					
Valor Máximo Deuda 5 años	1,278,425.53		Cifra COP millones							
Valor Cía.	5,234,534.02		Cifra COP millones							
Valor Acción	893									

Estructura Deuda 7 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%	61%
D/D+E	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
WACC	10.96%	11.12%	11.51%	11.03%	11.09%	10.85%	10.79%	10.75%	10.75%	10.75%
Tasa Descuento		7.74%	7.74%	7.74%	7.74%	7.74%	7.74%			
Valor Máximo Deuda 7 años	1,603,091.56		Cifra COP millones							
Valor Cía.	5,298,182.16		Cifra COP millones							
Valor Acción	911									

Estructura Deuda 10 años										
AÑOS	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p
E/D+E	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%	56%
D/D+E	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%	44%
WACC	10.98%	11.13%	11.49%	11.04%	11.10%	10.88%	10.82%	10.79%	10.79%	10.79%
Tasa Descuento	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%	8.66%
Valor Máximo Deuda 10 años	1,918,926.43		Cifra COP millones							
Valor Cía.	5,289,428.61		Cifra COP millones							
Valor Acción	908									

Como se observa en la tabla 6, para este segundo escenario la estructura más eficiente de capital corresponde a una relación de 61% Equity y 39% Deuda con una duración de **siete años** cuando, a su vez, se maximiza el valor de la compañía y se disminuye el costo ponderado de capital WACC.

En el gráfico 10 pueden verse, en forma consolidada, los resultados obtenidos en los dos escenarios desarrollados:

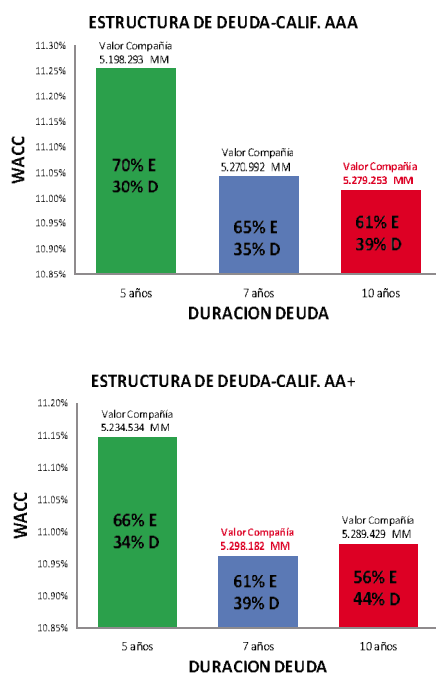


Gráfico 10. Estructura de Deuda

4. Conclusiones

La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, se ha caracterizado históricamente por mantener una estructura de capital conservadora dado su carác-

ter de empresa pública del distrito y, aun considerando el proceso de democratización accionario que llevó a cabo en el año 2003, mantiene una estructura con un bajo nivel de apalancamiento en relación a su gran tamaño.

Tanto en las cifras históricas como en la proyección de sus estados financieros se observó que la compañía mantiene una posición de liquidez favorable, gracias a la generación de flujos de caja positivos y al cómodo perfil de vencimiento de sus obligaciones financieras.

En contravía a su generación positiva de caja se ve cómo los recursos resultantes de la operación no son suficientes para que la compañía aumente sus niveles de inversión en CAPEX, ya que en el análisis se observó un nivel más de mantenimiento que de crecimiento, comportamiento no consistente con la naturaleza de su negocio.

Igualmente, se observa un desequilibrio en las rotaciones de cuentas por cobrar frente a proveedores, lo que le representa a la compañía una gran necesidad de financiamiento de su capital de trabajo para mantener su ciclo operacional que la hace incurrir, a su vez, en un alto costo financiero y dejar de destinar dichos recursos en inversiones que le generen valor.

Se percibe que la compañía no hace un uso eficiente de las diferentes estrategias financieras que le permitan maximizar su valor como empresa, dado el bajo nivel de riesgo que asume.

Aunque la ETB intenta mantener su participación en los negocios de telefonía local y larga distancia, tiene claro que el futuro de su negocio está en el servicio de internet y es en éste donde ha hecho las últimas grandes inversiones para mejorar su infraestructura y base tecnológica. Sin embargo, el alto nivel de competencia al que se enfrenta no le permite crecer a los niveles necesarios para mantener su posición en el mercado nacional.

La ETB, con su estructura de capital actual, cumple cómodamente con el *covenant* FCL/Servicio de la deuda, incluso para el año proyectado 2011 en el que dicho indicador se ubica en el 2,82, el nivel más bajo con respecto a los demás años, conservando un margen muy favorable frente al 1,5 exigido por la firma calificadora *Fitch de Colombia S.A.* para aspirar a la calificación AAA.

Después del análisis de los diferentes escenarios propuestos, si se conservara el lineamiento estratégico de la compañía de mantener su calificación AAA, basados en los bajos niveles de endeudamiento y riesgos asumidos históricamente, una estructura de capital eficiente con un máximo de endeudamiento de \$1.604.888 millones de pesos sería de 61% Equity y 39% Deuda con una duración de diez años, con lo que se maximiza el valor de la compañía a \$5.279.253 millones de pesos frente a los \$4.628.701

millones de pesos que se obtuvieron en el ejercicio de valoración, y disminuye el WACC a 11,01% en promedio frente al 13,2% que registra en la actualidad.

Si, por el contrario, la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, permitiera bajar su calificación con el fin de maximizar el valor de la compañía, una estructura de capital eficiente con un máximo de endeudamiento de \$1.603.092 millones de pesos sería de 61% Equity y 39% Deuda con una duración de siete años, lo cual maximizaría el valor de la compañía a \$5.298.182 millones de pesos frente a los \$4.628.701 millones de pesos que se obtuvieron en el ejercicio de valoración y disminuiría el WACC a 10,96% en promedio frente al 13,2% que registra en la actualidad.

Como pudo verse en los dos escenarios anteriores no sería conveniente sacrificar la calificación, aunque se aumente el valor de la empresa –ya que el máximo endeudamiento teórico obtenido es menor y la disminución del WACC promedio es mínima– pues esta pasaría de un 11,01% al 10,96%. Además, la distribución de *Equity* y Deuda es la misma, 61% y 39% respectivamente. También es importante destacar que esta mayor duración de 10 años en el primer escenario no conlleva a un mayor stress en los flujos de caja y continuaría con un cómodo perfil de vencimiento de sus obligaciones financieras.

5. Recomendaciones

Aunque se evidenció un crecimiento en la porción de endeudamiento financiero en los últimos años, se considera que existe en la estructura de capital actual de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá, ETB, un gran margen para aumentar su apalancamiento, lo que le permitiría acceder a nuevos recursos y así incrementar sus inversiones en CAPEX y capital de trabajo neto operativo. Además, el imprimirle más riesgo a su estructura financiera le permitiría a ETB maximizar su valor compañía. Dichos recursos pueden obtenerse bien sea del sector financiero o en el mercado de capitales. En ambos casos, el acceder a un mayor apalancamiento le permitiría a ETB hacer frente a un mercado cada vez más grande y competido y, de esta manera, recuperar la porción que ha perdido a manos de fuertes competidores como lo son UNE, Telmex y Colombia Telecomunicaciones.

Sin embargo, dada la situación actual de la empresa, la consecución de recursos a través del mercado de capitales no se estima viable en estos momentos, ya que el mercado de valores le ha descontado fuertemente el fracaso de encontrar un socio estratégico que le aportara el capital requerido para fortalecer su operación y sus necesidades de inversión.

Después de analizar a fondo las líneas de negocio y sus perspectivas futuras se

ve cómo los negocios de telefonía fija y de larga distancia tienden a pasar a un segundo plano dentro de los ingresos de la compañía, por lo que se hace conveniente para ETB continuar con su direccionamiento de concentrar esfuerzos e inversiones en el negocio de Internet, el cual ha presentado un gran crecimiento en los últimos años y se perfila como su mayor fuente de ingresos para el futuro.

Se considera que la compañía debe continuar con el proceso de optimización de facturación que ha venido implementando con el objetivo de mejorar las rotaciones de cuentas por cobrar y proveedores, ya que, como pudo apreciarse, el desequilibrio existente le representa a la compañía una gran necesidad de financiamiento de su capital de trabajo incurriendo en un alto costo financiero, dejando de destinar dichos recursos a inversiones que le generen valor.

Con todo lo anterior, se recomienda para la ETB una estructura de capital que le permita inversión, crecimiento y mayor valor compañía con una calificación AAA, calificación que la ha acompañado por ocho años consecutivos y que la convierten en una empresa sólida y atractiva para los inversionistas y acreedores.

Dicha estructura estaría conformada por un 61% de Equity y 39% de Deuda, esto le permitiría un monto máximo de

endeudamiento de \$1.604.888 millones de pesos con una duración de diez años, y con ello maximizar el valor de la compañía a \$5.279.253 millones de pesos frente a los \$4.628.701 millones de pesos que se obtuvieron en el ejercicio de valoración, y disminuir el WACC a 11,01% en promedio frente al 13,2% registrado en la actualidad.

Referencias

- Banca de Inversión Bancolombia S.A. (s.f.). Modelo Prima Riesgo Compañía.
- Bancolombia S.A. (2010). *Investigaciones Económicas y Estratégicas Grupo Bancolombia*.
- Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.,ETB. (2009). *Informe de Gestión y Financiero ETB*. Bogotá.
- Sistema Único de Información de Servicios Públicos, SUI. (octubre-2010). Obtenido de <https://www.sui.gov.co/SUIWeb/logon.jsp>