



**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

# PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y VISIÓN DEL MERCADO ACCIONARIO LOCAL-JULIO

## Julio de 2010

**David Aldana**

Director de Investigaciones Economicas  
+1 312 1219 x. 1299  
davidaldana@ultrabursatiles.com

**Edgar Romero**

Analista de Acciones  
+1 312 1219 x. 1268  
edgarromero@ultrabursatiles.com

**Lilian Mora**

Analista de Activos Internacionales  
+1 312 1219 x. 1197  
lilianmora@ultrabursatiles.com

**Camilo Contreras**

Analista de Renta Fija  
+1 312 1219 x. 1128  
camilocontreras@ultrabursatiles.com

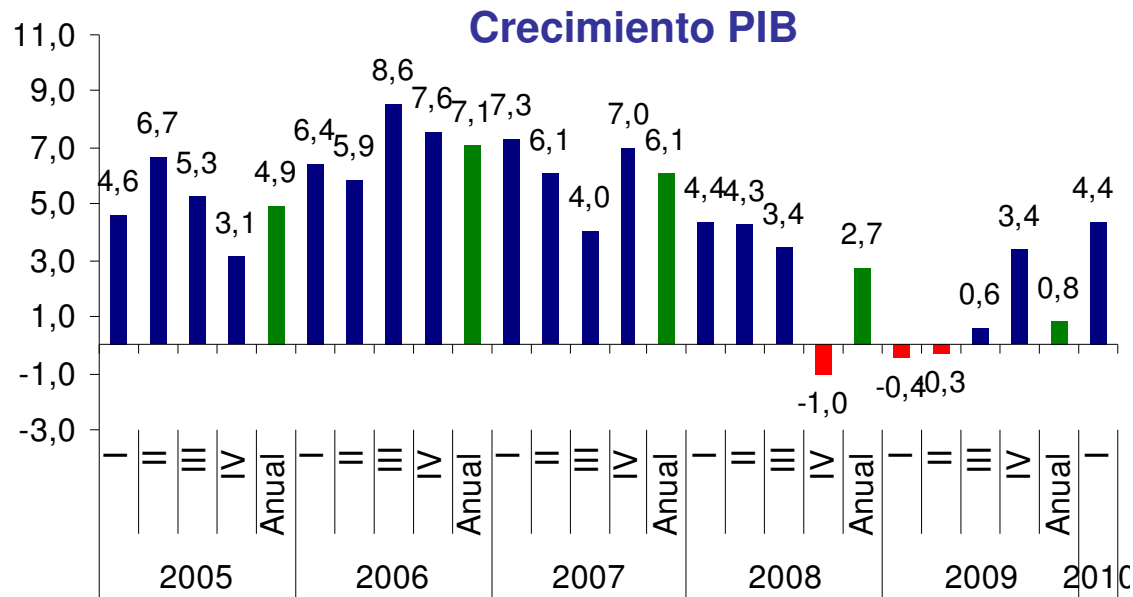




**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

**COLOMBIA**





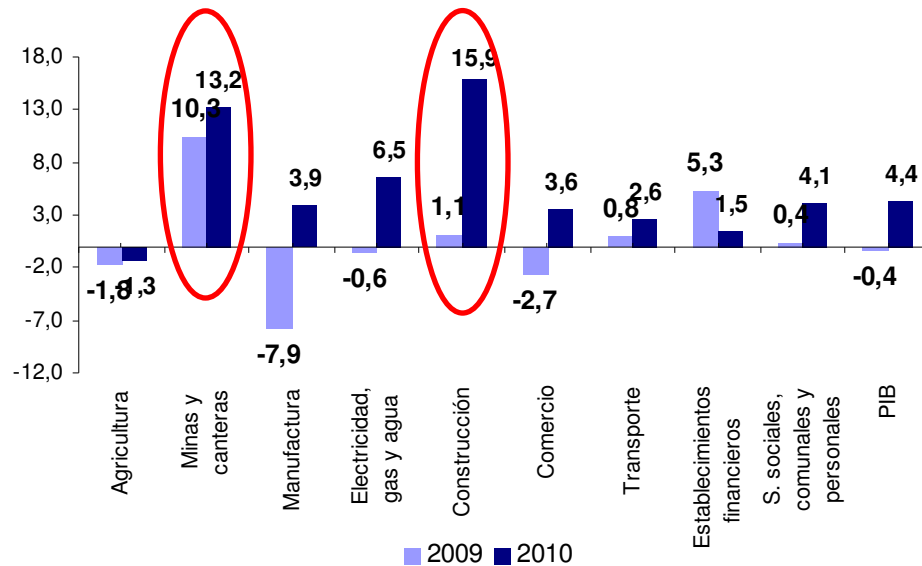
Fuente: DANE. Cálculos Ultrabursátiles

- El cambio de metodología en la base de cálculo de 2000 a 2005 junto con los buenos resultados de los indicadores líderes de la economía llevó a la economía colombiana a un crecimiento del 4,4% por encima de las perspectivas de los analistas. Respecto al trimestre inmediatamente anterior, la variación fue de 1,3%.
- Dentro de los indicadores líderes vale la pena mencionar que al mes de Abril los buenos resultados continúan:
  - Las ventas del comercio minorista aumentaron 9,3%
  - La producción real del sector fabril, sin incluir trilla de café, creció 6,4%
  - La demanda en abril de 2010 creció el 4.6%.
  - La balanza comercial a abril de 2010 fue superavitaria en 1.285 millones de dólares, un 86% superior al mes anterior y un 2.528% superior al mismo periodo de 2009.
- Teniendo en cuenta los resultados del PIB para el primer trimestre y el comportamiento de los indicadores a Abril las expectativas serán revisadas al alza en el mercado.

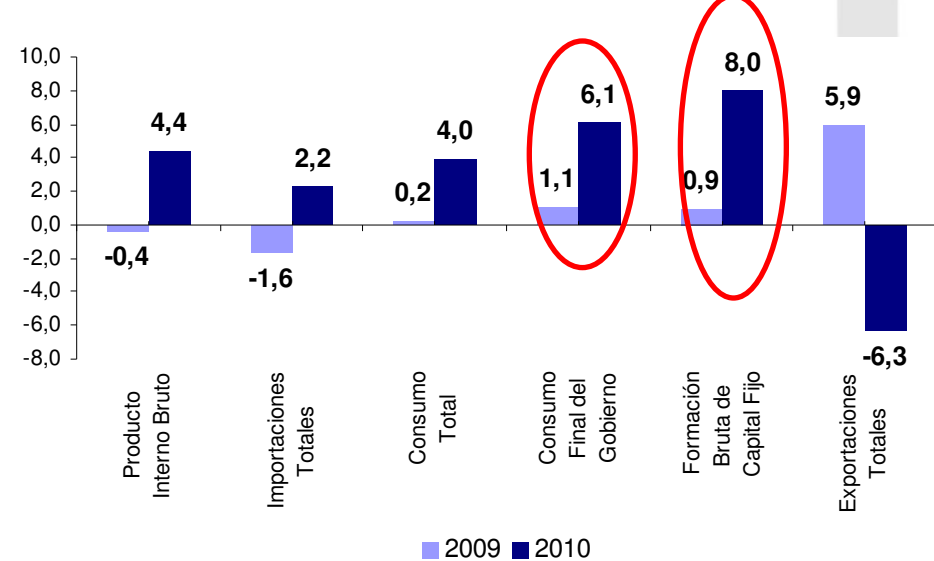




### PIB Oferta



### PIB Demanda



Fuente: DANE. Cálculos Ultrabursátiles

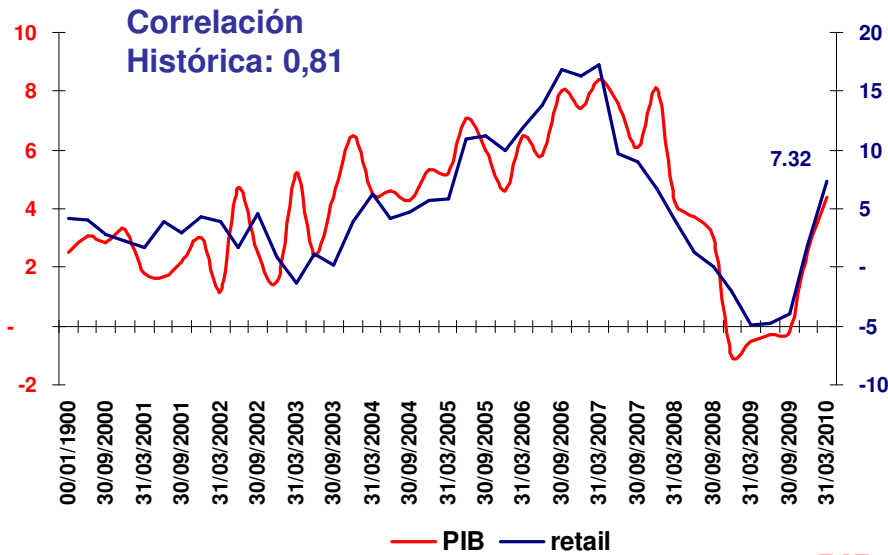
- Por el lado de la Oferta, los sectores que presentaron cambios significativos en crecimiento fueron:
  - Explotación Minas y Canteras (13,2%) por el valor mayor agregado de Petróleo, Crudo, gas Natural y Minerales de Uranio (18,6%).
  - Construcción (15,9%) especialmente por el crecimiento en Obras Civiles (37,9%).
  - Gas y Agua (6,5%).
  - Los sectores que presentaron menor crecimiento fueron: Agricultura (-1,3%), especialmente por el Café que disminuyó -25,1%
- Sector Financiero (1,5%) y Transporte (2,6%). Hay que destacar el crecimiento de los sectores Manufacturero (3,9%) y Comercio (3,3%).
- Por el lado de la Demanda el sector Minero y la Construcción presentan las mayores variaciones.



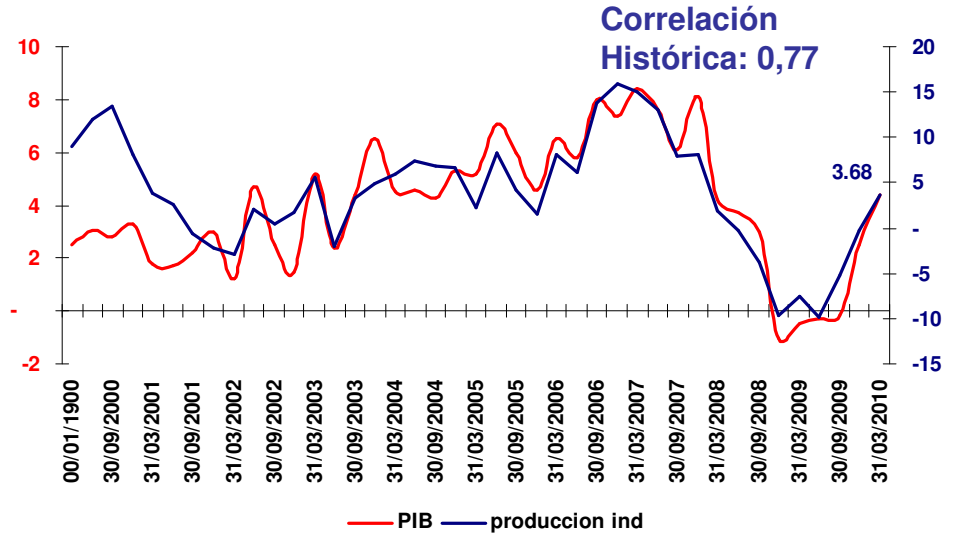


## Indicadores muestran signos de mayor recuperación: Algunos sectores.

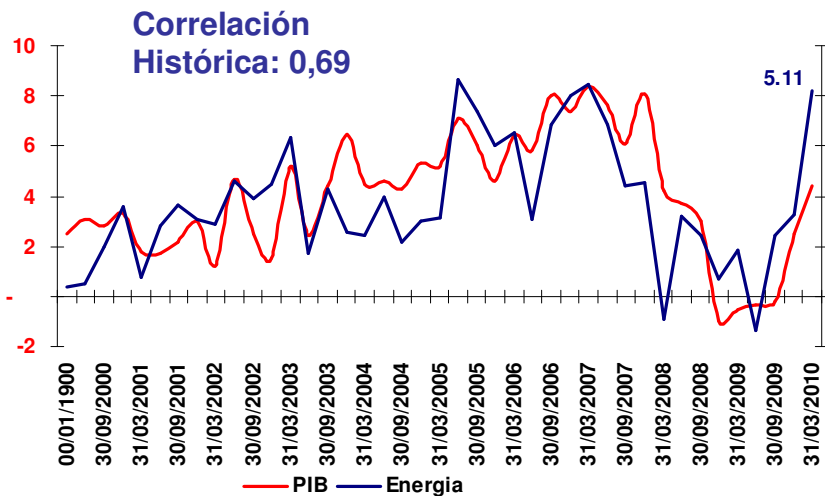
PIB Vs VENTAS POR MENOR



PIB Vs PRODUC. INDUSTRIAL



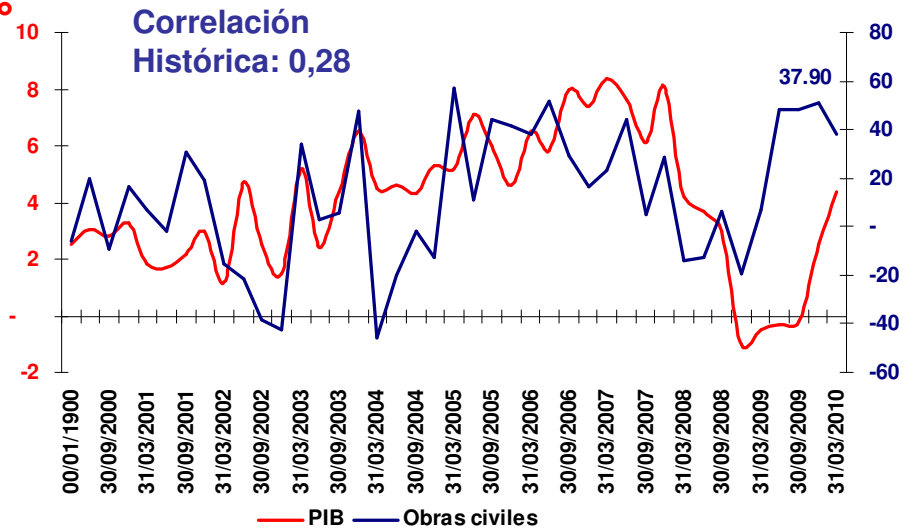
PIB Vs DEMANDA ENERGIA



**PIB 1T-10**

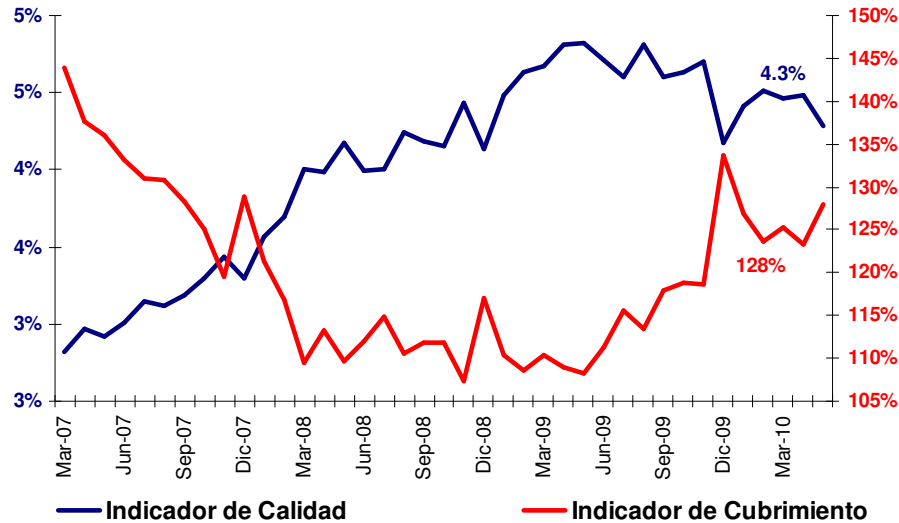
**4.4%**

PIB Vs OBRAS CIVILES

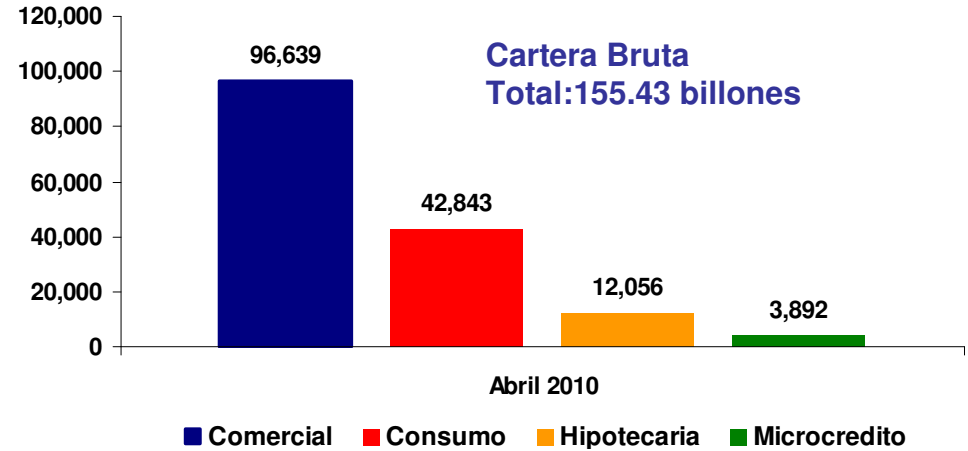




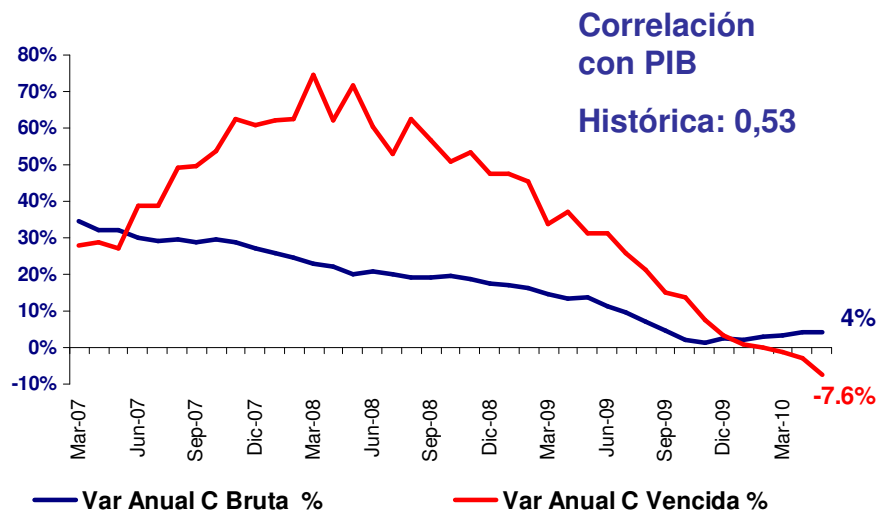
**Calidad Vs Cubrimiento**



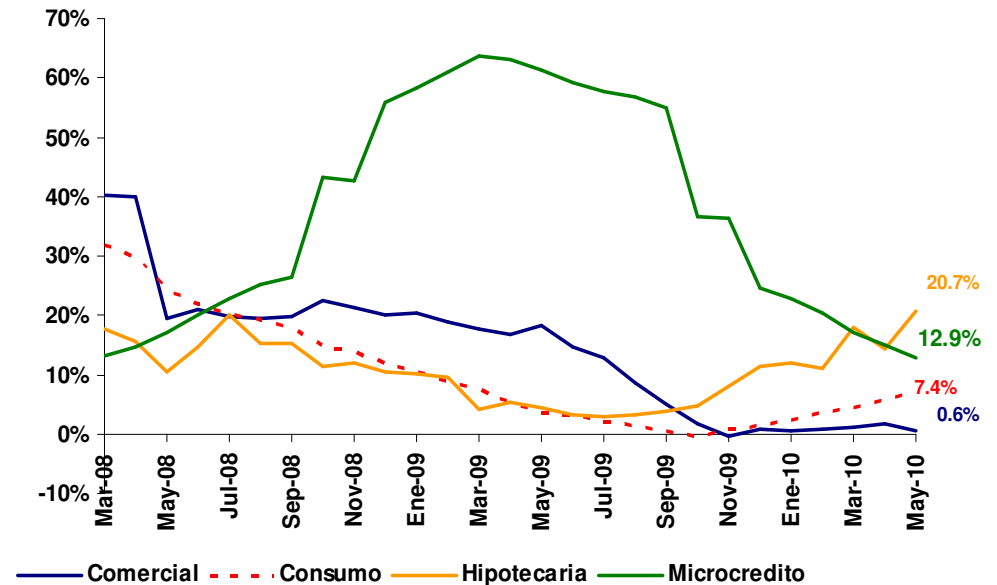
**Cartera Bruta**  
Miles de millones de pesos



**Crecimiento anual cartera Bruta Vs Vencida**



**Variación anual por tipo de cartera bruta**





**BALANZA COMERCIAL POR PAISES A ABRIL DE 2010**

PAIS	Exportaciones FOB (miles de US\$)				Importaciones FOB (miles de US\$)				Balanza Comercial (miles de US\$)			
	2010	2009	Var %	%partic.	2010	2009	Var %	%partic.	2010	2009	Var USD	Var %
<b>Total</b>	<b>12.626.069</b>	<b>10.004.718</b>	<b>26,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>11.340.447</b>	<b>10.057.668</b>	<b>12,8%</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.285.622</b>	<b>-52.949</b>	<b>1.338.571</b>	<b>2528,03%</b>
Estados Unidos	5.544.641	3.198.056	73,4%	32,0%	3.218.823	3.023.112	6,5%	30,1%	2.325.817	174.944	2.150.873	1229,46%
China	980.761	232.995	320,9%	2,3%	1.290.515	1.057.934	22,0%	10,5%	-309.755	-824.939	515.184	62,5%
Países Bajos	513.711	482.150	6,5%	4,8%	88.703	74.130	19,7%	0,7%	425.008	408.020	16.988	4,2%
Venezuela	507.527	1.812.451	-72,0%	18,1%	90.557	167.495	-45,9%	1,7%	416.970	1.644.956	-1.227.986	-74,7%
Ecuador	503.130	405.943	23,9%	4,1%	248.639	216.712	14,7%	2,2%	254.490	189.231	65.259	34,5%
Perú	312.275	272.984	14,4%	2,7%	235.268	194.939	20,7%	1,9%	77.007	78.045	-1.038	-1,3%
Brasil	278.874	173.640	60,6%	1,7%	729.996	750.537	-2,7%	7,5%	-451.122	-576.897	125.776	21,8%
Chile	238.328	223.423	6,7%	2,2%	185.149	183.501	0,9%	1,8%	53.178	39.922	13.256	33,2%
México	216.487	174.610	24,0%	1,7%	1.028.608	664.800	54,7%	6,6%	-812.121	-490.190	-321.931	-65,7%
Reino Unido	200.518	240.610	-16,7%	2,4%	134.433	80.808	66,4%	0,8%	66.085	159.802	-93.717	-58,6%
España	178.903	174.319	2,6%	1,7%	128.111	164.710	-22,2%	1,6%	50.792	9.610	41.183	428,6%
Italia	176.166	130.546	34,9%	1,3%	163.177	185.771	-12,2%	1,8%	12.989	-55.226	68.214	123,5%
Canadá	175.523	149.504	17,4%	1,5%	235.475	187.635	25,5%	1,9%	-59.952	-38.131	-21.820	-57,2%
Japón	159.003	129.528	22,8%	1,3%	289.211	276.488	4,6%	2,7%	-130.208	-146.960	16.752	11,4%
<b>Resto Países</b>	<b>2.640.223</b>	<b>2.203.960</b>	<b>19,8%</b>	<b>22,0%</b>	<b>3.273.781</b>	<b>2.829.096</b>	<b>15,7%</b>	<b>28,1%</b>	<b>-633.558</b>	<b>-625.137</b>	<b>-8.422</b>	<b>-1,3%</b>

Fuente: DANE, Cálculos Ultrabursatiles

- La balanza comercial a abril de 2010 fue superavitaria en 1.285 millones de dólares, un 86% superior al mes anterior y un 2.528% superior al mismo periodo de 2009. Las exportaciones totales en este periodo han aumentado un 26%, mientras la importaciones lo han hecho en un 12.8%.
- El país con mayor superávit comercial es Estados Unidos, con 2.325 millones de dólares, influenciado por el mayor dinamismo en la exportación de combustibles, impulsados por un mejor comportamiento en el precio del petróleo en lo corrido del 2010, y una mayor producción. La variación frente al mes anterior es del 41%, mientras que la anual es del 78%
- El déficit comercial con China muestra una disminución, ya que en el mismo periodo de 2009 fue de 824 millones de dólares, mientras que en 2010 el déficit fue de 309 millones de dólares. De hecho este país se convierte en el segundo destino de las exportaciones, tras una variación positiva del 320% en el periodo de análisis, mientras que las importaciones crecieron a una tasa del 22%.
- El comercio bilateral con Ecuador continúa recuperándose, las exportaciones crecieron un 23.9% hasta los 503 millones de dólares, mientras que las importaciones crecieron un 14% hasta los 248 millones de dólares.
- Colombia tiene el mayor déficit comercial con México, 812 millones de dólares, en el mismo periodo de 2009, la balanza mas deficitaria se tenia con China.





### Exportaciones a US por Tipo de Producto (Dólares). Abril -2010

Grupo de productos	2,010	2,009	Var %	% partic	% part total producto
	Estados Unidos	Estados Unidos			
<b>Totales</b>	<b>5,544,640,835</b>	<b>3,198,056,210</b>	<b>73.4%</b>	<b>100.0%</b>	<b>43.9%</b>
Combustibles	4,037,893,835	1,970,013,175	105.0%	72.8%	57.0%
Perlas y piedras preciosas	462,731,124	275,932,505	67.7%	8.3%	65.4%
Vegetales	359,277,060	309,830,189	16.0%	6.5%	54.1%
Café, té y especias	186,821,384	242,271,183	-22.9%	3.4%	33.8%
Alimentos, bebidas y tabaco	117,863,988	44,978,566	162.0%	2.1%	19.7%
Demás grupos de productos	97,558,674	82,149,676	18.8%	1.8%	21.7%
Confecciones	65,290,613	66,860,940	-2.3%	1.2%	33.8%
Metales y sus manufacturas	41,084,465	61,248,371	-32.9%	0.7%	14.4%
Materias plásticas	38,041,009	30,421,563	25.0%	0.7%	9.4%
Fundición, hierro y acero	36,146,068	17,811,490	102.9%	0.7%	9.5%
Productos químicos	31,514,739	14,556,389	116.5%	0.6%	5.5%
Maquinaria eléctrica	16,680,504	24,826,140	-32.8%	0.3%	14.1%
Cueros y productos	16,238,272	15,419,854	5.3%	0.3%	21.1%
Papel y sus manufacturas	13,367,485	11,502,394	16.2%	0.2%	5.9%
Animales y sus productos	11,332,962	9,026,330	25.6%	0.2%	14.4%
Minerales	7,650,436	15,318,768	-50.1%	0.1%	24.9%
Textiles	3,072,491	4,152,194	-26.0%	0.1%	3.0%
Vehículos	2,075,724	1,736,482	19.5%	0.0%	2.0%

Fuente: DANE. Cálculos Ultrabursátiles

- US representó a abril de 2010 el 43.9% de las exportaciones totales.
- Las exportaciones a US durante el primer trimestre de 2010 muestran una variación positiva de 73.4%, impulsado por un buen comportamiento en el rubro de combustibles, los cuales se incrementaron un 105% frente al mismo periodo de 2009, este rubro participó con el 72,8% del total exportado durante este periodo. A US se exportó el 57% de los combustibles.
- Los rubros de confecciones y textiles continúan con variaciones negativas en lo corrido de 2010 del -2.3% y el -26% respectivamente.
- Las exportaciones a US sin incluir los combustibles tuvieron una variación del 20%





### Exportaciones a Venezuela por Tipo de Producto (Dólares). A ABRIL 2010

Grupo de productos	2,010	2,009	Var %	% partic	% part total producto
	Venezuela	Venezuela			
<b>Totales</b>	<b>507,527,100</b>	<b>1,812,451,146</b>	<b>-72.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>4.0%</b>
Productos químicos	79,586,335	176,395,914	-54.9%	15.7%	13.9%
Demás grupos de productos	79,476,808	229,339,008	-65.3%	15.7%	17.7%
Papel y sus manufacturas	69,146,807	132,598,447	-47.9%	13.6%	30.5%
Alimentos, bebidas y tabaco	59,398,860	87,236,393	-31.9%	11.7%	9.9%
Confecciones	55,088,011	78,978,998	-30.2%	10.9%	28.5%
Materias plásticas	28,526,273	76,363,880	-62.6%	5.6%	7.1%
Combustibles	28,483,460	120,407,824	-76.3%	5.6%	0.4%
Maquinaria eléctrica	27,509,340	62,583,147	-56.0%	5.4%	23.3%
Vehículos	23,503,855	31,794,187	-26.1%	4.6%	22.7%
Metales y sus manufacturas	21,327,402	86,490,290	-75.3%	4.2%	7.5%
Textiles	19,530,853	145,312,318	-86.6%	3.8%	18.8%
Cueros y productos	8,486,132	96,789,577	-91.2%	1.7%	11.0%
Fundición, hierro y acero	2,954,898	7,397,424	-60.1%	0.6%	0.8%
Perlas y piedras preciosas	2,319,265	5,264,756	-55.9%	0.5%	0.3%
Animales y sus productos	1,363,045	411,700,585	-99.7%	0.3%	1.7%
Minerales	724,956	48,104,500	-98.5%	0.1%	2.4%
Café, té y especias	100,800	0	0.0%	0.0%	0.0%
Vegetales	0	15,693,898	-100.0%	0.0%	0.0%

Fuente: DANE. Cálculos Ultrabursátiles

- Las exportaciones a Venezuela continúan contrayéndose, durante los 4 primeros meses de 2010 la reducción fue del 72.%, las exportaciones a Venezuela representaron el 4% del total.
- Sectores como confecciones, textiles, maquinaria eléctrica, vehículos, y papeles, aun tienen a Venezuela como un mercado importante, estos mercados continúan disminuyendo sus ventas a ese país.

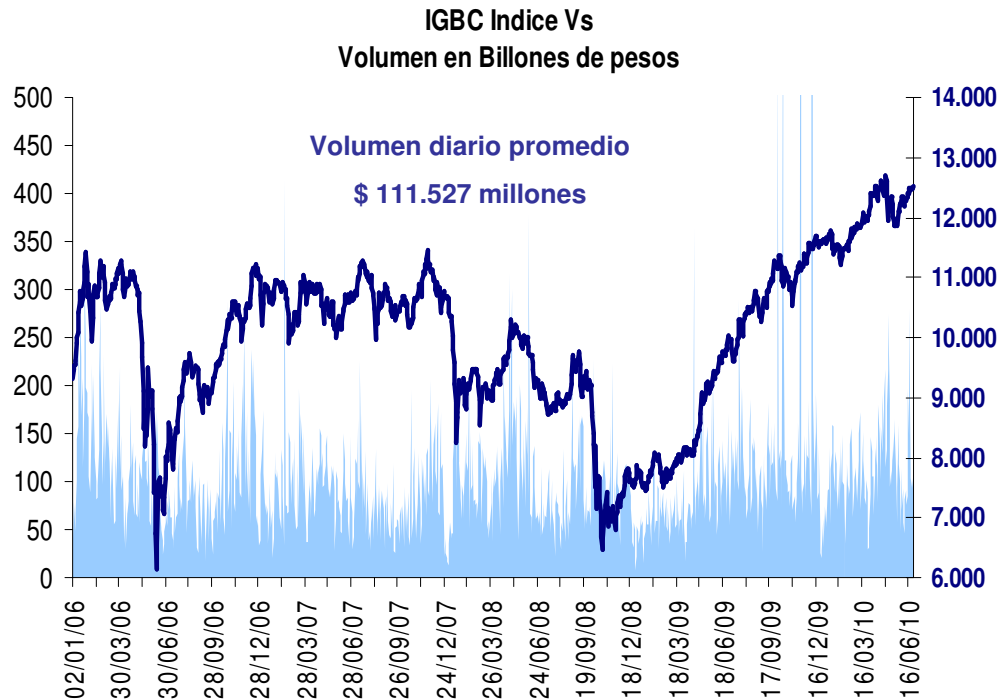




**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

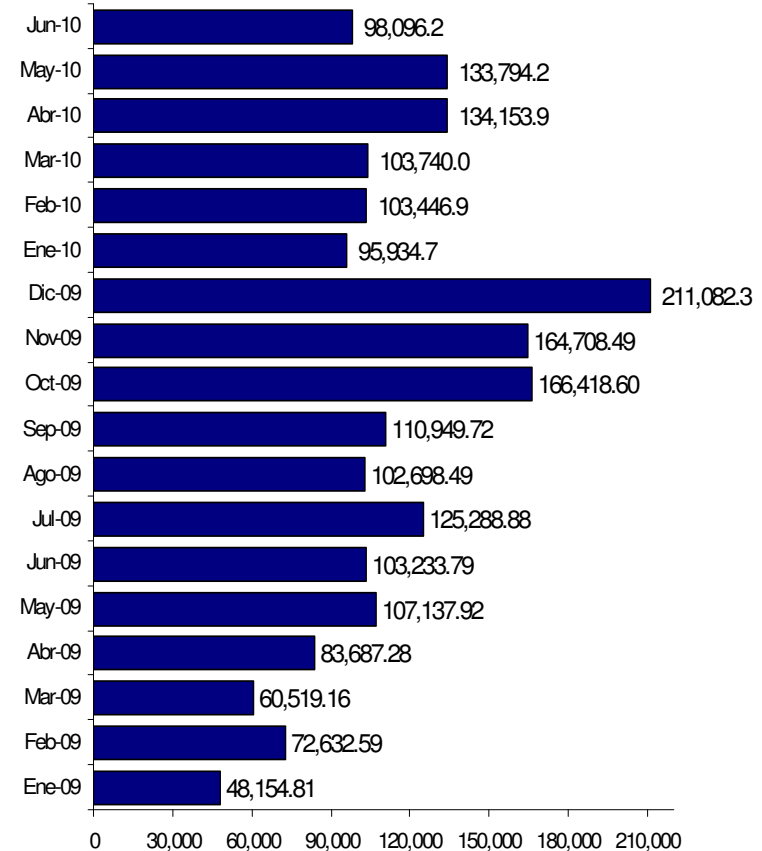
## ACCIONES COLOMBIA





Fuente: Bloomberg – BVC. Cálculos Ultrabursátiles. Datos a Junio 28 de 2010

**VOLUMEN PROMEDIO DIARIO**  
(Millones de Pesos)

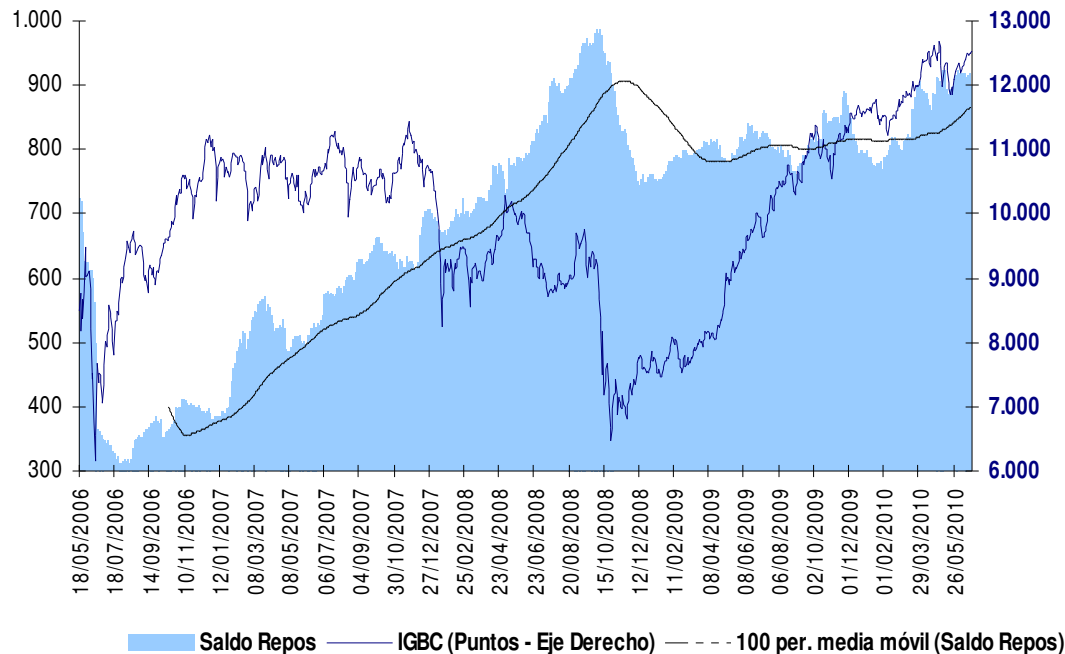


- El IGBC esta cerca de alcanzar el máximo histórico logrado el pasado 3 de mayo, día en el que el índice cerró en 12.697 puntos.
- Durante Junio el IGBC logró recuperar lo perdido en mayo, aunque los volúmenes diarios han disminuido. El promedio diario de lo corrido del 2010 es de 111 mil millones de pesos.
- La capitalización bursátil a junio 25 fue de \$ 317.9 billones, lo muestra un aumento de \$ 30.8 billones en lo corrido de 2010.





**SALDO REPOS ACCIONES (Miles de Millones de pesos)**



Fuente: Bloomberg – BVC. Cálculos Ultrabursátiles. Datos a Junio 25 de 2010

- El saldo total en repos en acciones es de 917.752 millones de pesos, lo que representa un aumento del 0.15% frente al saldo a mayo de 2010.
- Interbolsa continua siendo la especie mas apalancada con 173 mil millones, lo que representa el 18.9% del total.
- Bancolombia ordinaria y Tablemac presentaron la mayores variaciones en cuanto a saldos con un 29%, frente al mes de mayo.
- Por su parte PREC presentó una caída en saldo de repos de 34%, Éxito un 50%, y Coltejer un 13%.

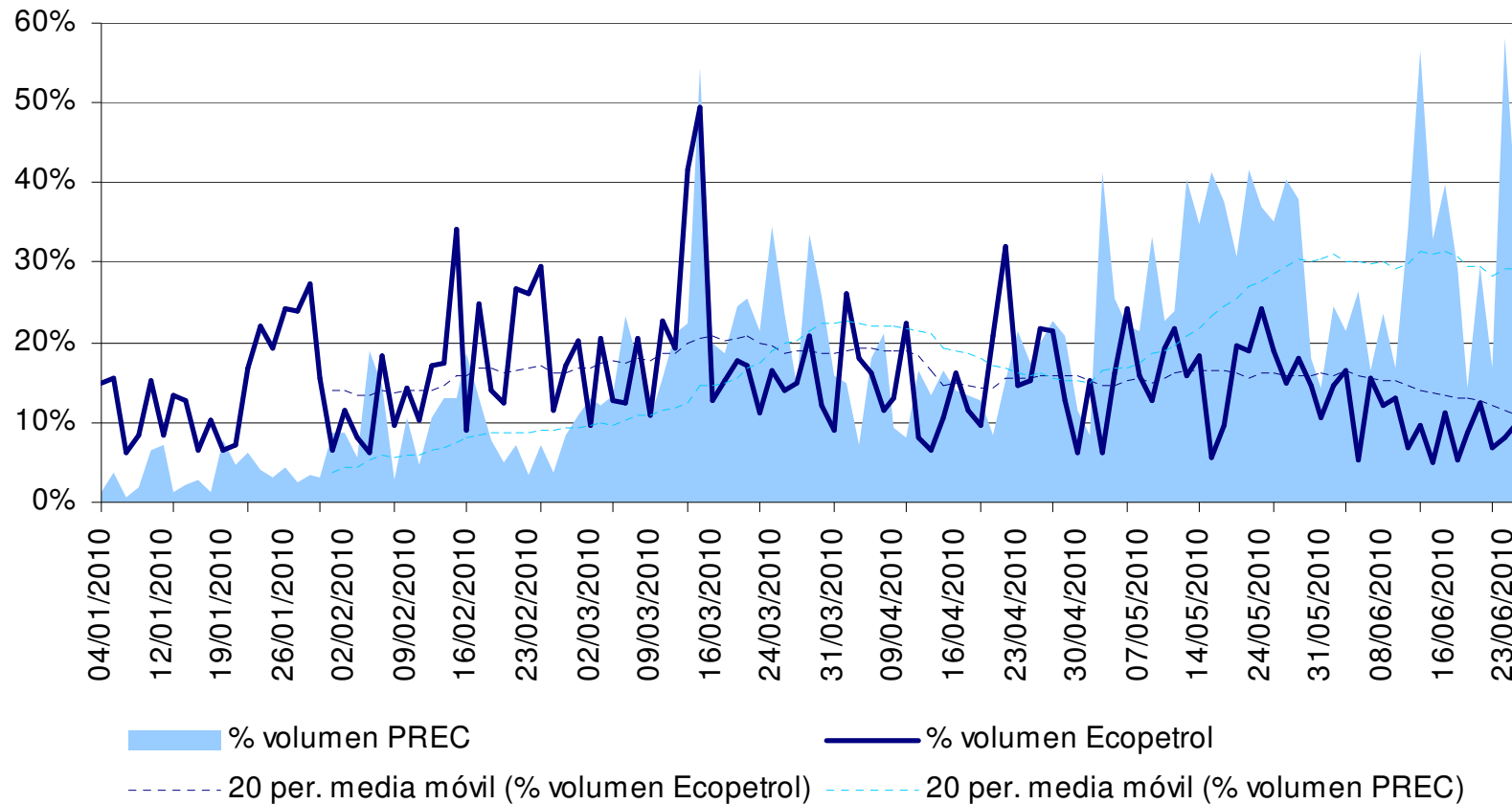
Nemotécnico	MAYO	JUNIO	Var % MoM	Part. %
<b>Total</b>	<b>916,364</b>	<b>917,753</b>	<b>0.15%</b>	<b>100.0%</b>
INTERBOLSA	173,328	173,296	-0.02%	18.9%
CORFICOLCF	128,846	130,081	1.0%	14.2%
BCOLOMBIA	95,748	124,098	29.6%	13.5%
COLTEJER	95,396	82,736	-13.3%	9.0%
FABRICATO	56,222	56,826	1.1%	6.2%
ETB	51,155	50,389	-1.5%	5.5%
GRUPOAVAL	44,766	48,773	9.0%	5.3%
ECOPETROL	52,333	47,586	-9.1%	5.2%
BNA	31,766	30,571	-3.8%	3.3%
ISAGEN	32,596	28,633	-12.2%	3.1%
BVC	23,814	27,051	13.6%	2.9%
GRUPOSURA	21,717	19,881	-8.5%	2.2%
PREC	21,232	13,850	-34.8%	1.5%
TABLEMAC	10,509	13,594	29.4%	1.5%
INVERARGOS	13,083	12,036	-8.0%	1.3%
PFBCOLOM	10,626	11,642	9.6%	1.3%
BIOMAX	7,101	7,773	9.5%	0.8%
CEMARGOS	8,457	6,766	-20.0%	0.7%
ODINSA	6,026	6,026	0.0%	0.7%
ENKA	5,103	5,101	0.0%	0.6%
ISA	3,861	4,747	22.9%	0.5%
EXITO	8,472	4,202	-50.4%	0.5%
CHOCOLATES	3,925	3,387	-13.7%	0.4%
BOGOTA	2,093	2,307	10.2%	0.3%
PFCORFICOL	1,875	1,303	-30.5%	0.1%
MINEROS	1,208	1,297	7.4%	0.1%
COLINVERS	1,211	1,199	-1.0%	0.1%
EEB	1,415	1,099	-22.4%	0.1%
PFHELBANK	737	772	4.8%	0.1%
SIE	1,421	627	-55.8%	0.1%
VALOREM	322	101	-68.7%	0.0%

Fuente: Bloomberg - BVC. Cálculos Ultrabursátiles. Datos a Junio 25 de 2010





**Participación volumen total diario PREC Vs Ecopetrol**



Fuente, Bloomberg. Calculos Ultrabursátiles

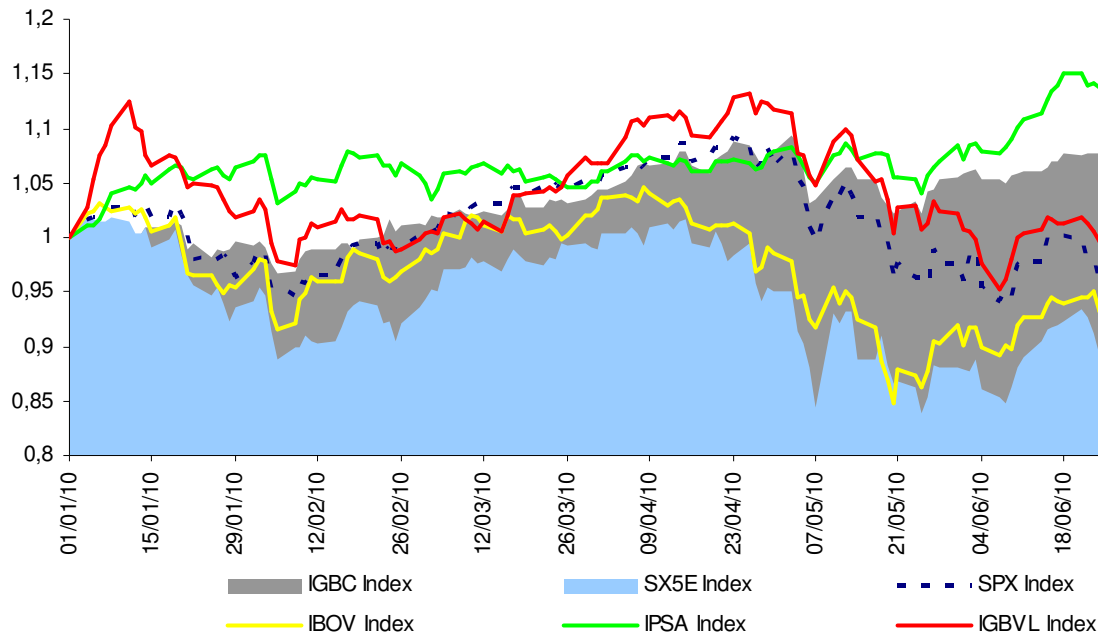
•Durante el mes de junio PREC ha participado con el mayor porcentaje de volumen diario, de hecho este fenómeno le ha quitado liquidez a otras acciones, por lo menos Ecopetrol ha disminuido su porcentaje de participación dentro del volumen diario.

•La valorización YTD de PREC es 49.7%, la segunda mas alta del mercado.

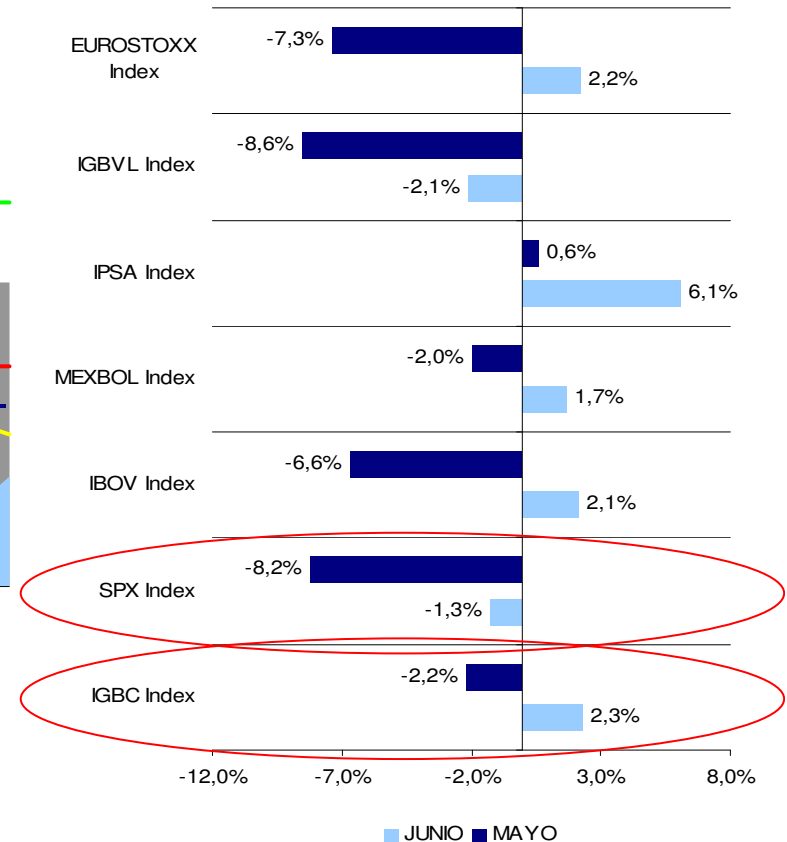




**IGBC vs Otros mercados (Rent YTD Normalizada)**



Fuente: Bloomberg - Cálculos Ultrabursátiles.



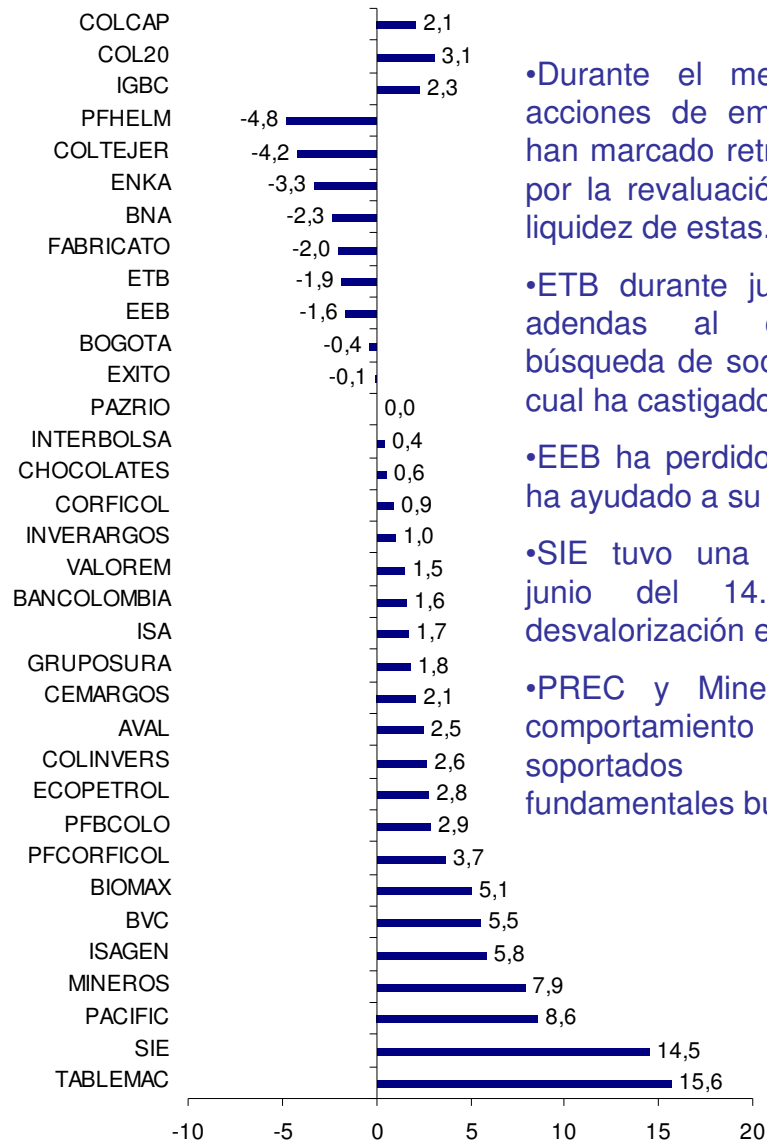
•El IGBC logro recuperar en junio lo perdido durante el mes de mayo, ya que la contracción en el mes pasado fue del 2.2%, mientras que en junio el índice se ha valorizado un 2.3%.

•Sin embargo el S&P 500 no logro recuperarse en junio, pues pese a la contracción experimentada el mes pasado de -8.2%, la cual se convirtió como la mas grande en un mes de mayo desde 1940. La correlación con el índice americano ha disminuido en los últimos 2 meses. Colombia ha soportado con mas fuerza el riesgo sistémico proveniente de los mercados europeos, esto se ha reflejado en el tipo de cambio (COP), TES y el mercado accionario.





**VARIACION MES**



•Durante el mes de junio las acciones de empresas textiles han marcado retrocesos, en parte por la revaluación, y por la poca liquidez de estas.

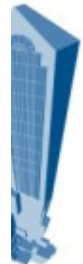
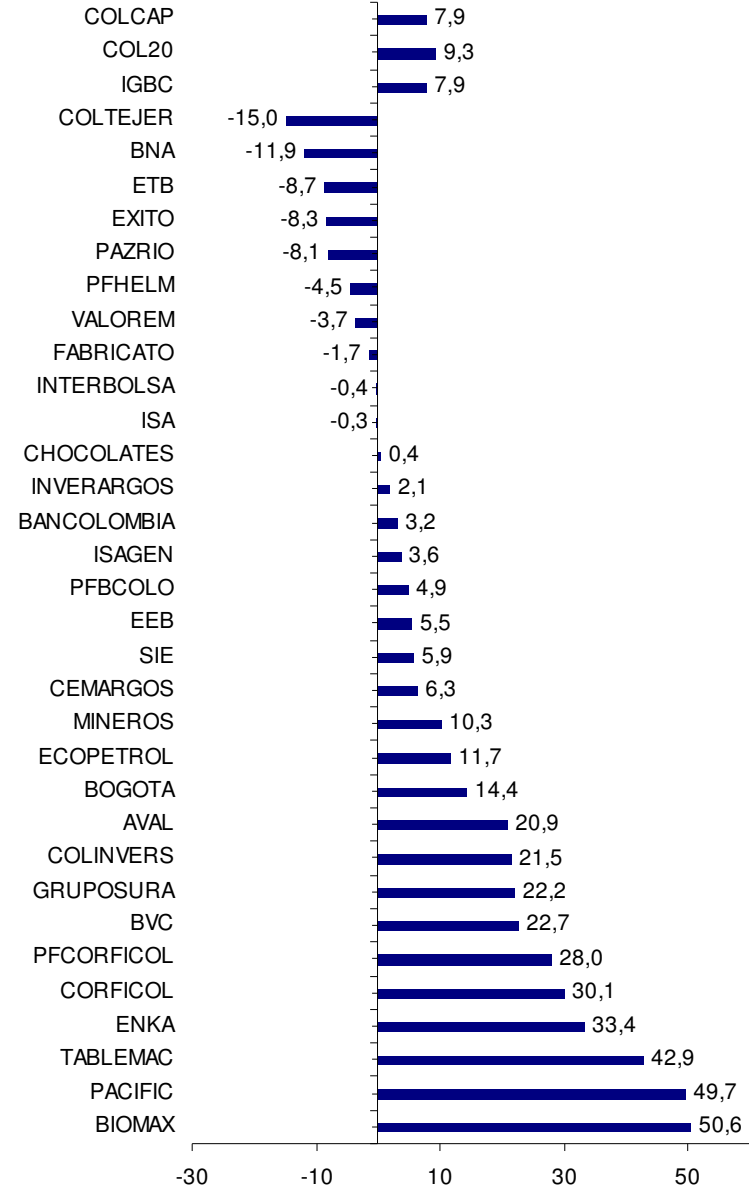
•ETB durante junio ha tenido 2 adendas al cronograma de búsqueda de socio estratégico, lo cual ha castigado el mercado.

•EEB ha perdido liquidez, lo cual ha ayudado a su desvalorización

•SIE tuvo una recuperación en junio del 14.5%, tras una desvalorización el mayo del 28.7%

•PREC y Mineros tuvieron un comportamiento positivo, soportados en unos fundamentales buenos.

**YTD 2010**

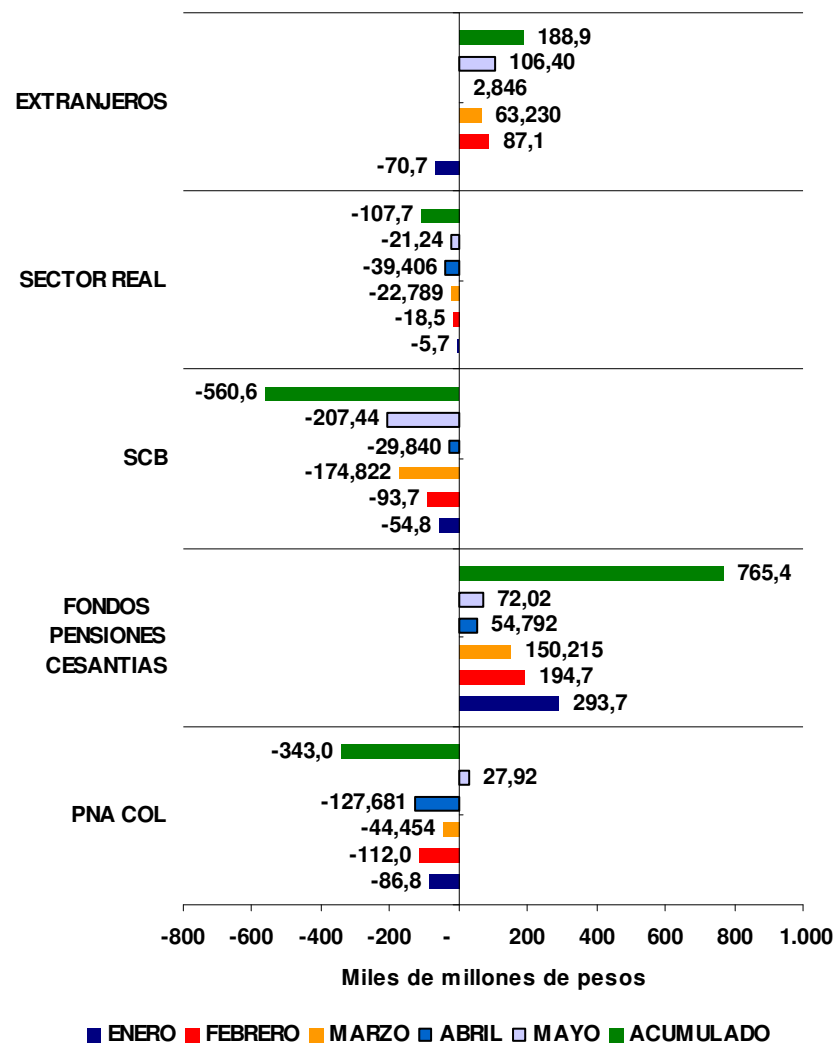




## FONDOS DE PENSIONES: COMPRADORES NETOS EN EL 2009 IMPULSANDO LA SUBIDA EN ACCIONES. PERO PARA EL 2010 SE OBSERVA UNA MENOR PARTICIPACIÓN

En el mes de mayo el volumen de compra-venta fue de 2.67 billones de pesos un 1.65% menos que el mes anterior.

- En lo corrido del 2010 las PNA han sido los mas activos en el mercado, por el lado de las compras han participado con el 40.3% del total, y en las ventas con el 43.3%. A abril de 2010 han sido vendedores netos con 342 mil millones de pesos.
- Los AFP han participado con menores volúmenes en el 2010, estos han comprado el 16% del total, y vendido el 9.3%, a mayo de 2010. De esta forma se convierten en los compradores netos mas grandes del mercado, pues a mayo de 2010 esta cifra asciende a 765.4 mil millones de pesos.
- En mayo las compras netas de AFP aumentaron un 31.4%, principalmente por la corrección vista durante el mes.
- Los extranjeros por su parte son compradores netos en lo corrido de 2010, a mayo este valor asciende a 188.8 mil millones de pesos.
- Las SCB han sido en lo corrido del año vendedores netos, por un valor de 560 mil millones de pesos.
- A mayo de 2010 el volumen negociado ha sido de 11.3 billones de pesos, convirtiéndose abril en el mes de mayor negociación.

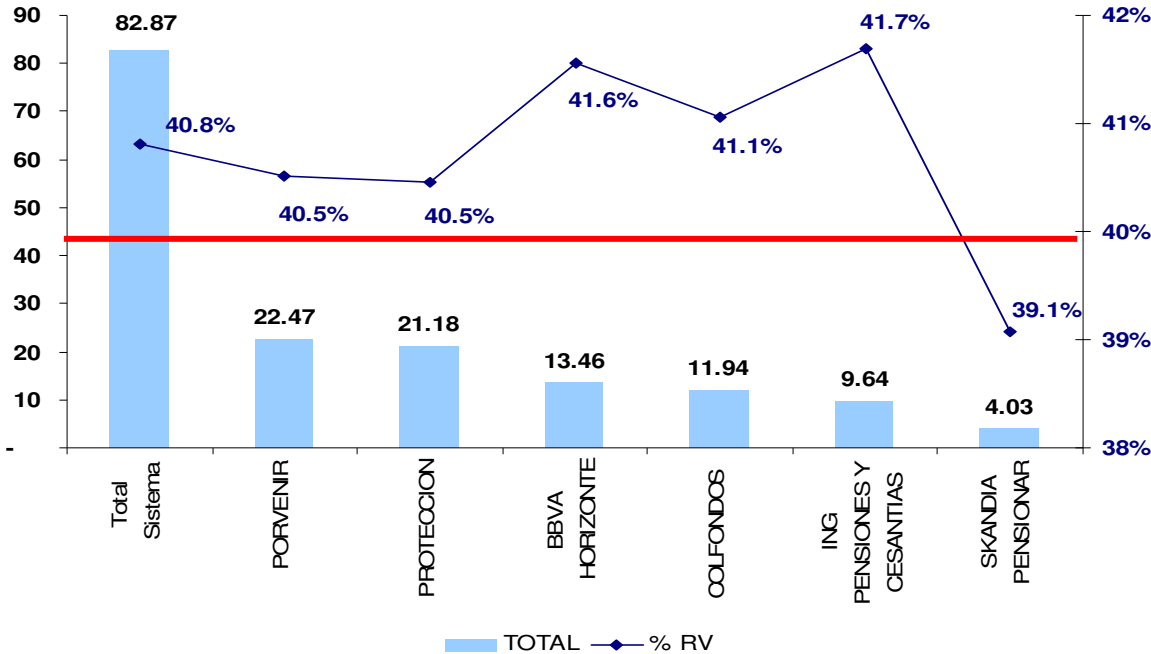


Fuente: BVC – Cálculos Ultrabursátiles.

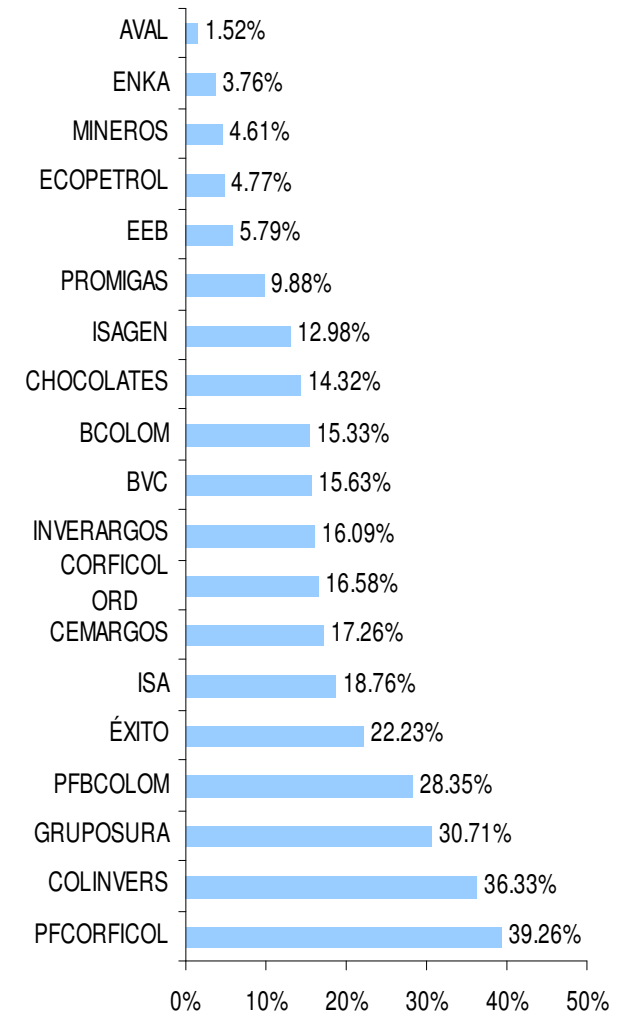




Valor del Fondo (\$ billones) Vs % RV Fondo



PARTICIPACIÓN ACCIONARIA FONDOS DE PENSIONES Y CESANTIAS



- El límite a inversiones en títulos participativos es del 40%. Con datos a Marzo de 2010, y después de realizar una depuración de los títulos que están considerados como renta variable, pues no se debe tener en cuenta títulos participativos en fondos de renta fija, ETF commodities, ni fondos de capital privado, la participación de títulos participativos, que computan para determinar el límite de inversión en renta variable de los fondos de pensiones obligatorias es de 40.8%, esta cifra es superior 50 puntos básicos a lo registrado en enero de 2010.
- Las inversiones en fondos de capital privado aumentaron a 1.1% del total el fondo que en pesos representa 901.846 millones de pesos.
- Porvenir es el fondo de mayor tamaño con el 27.1% del total y un 40.5% invertido en renta variable\*, seguido por Protección con el 25.6% y un 40.5% invertido en renta variable\*.

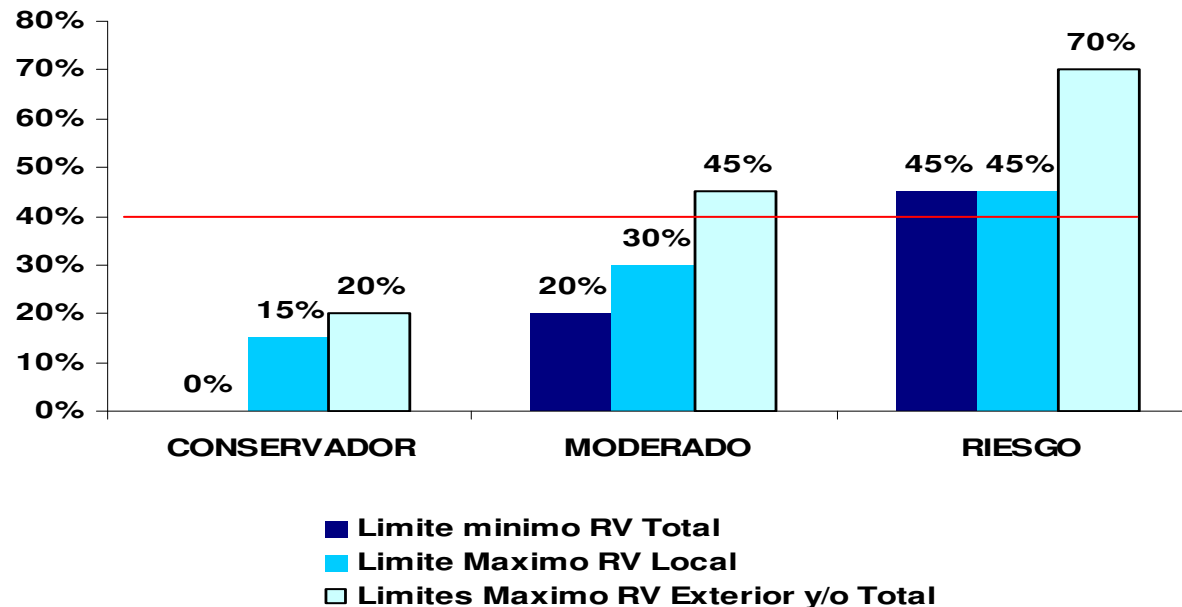
Fuente: SUPERFINANCIERA - Cálculos Ultrabursátiles

\*Títulos participativos computales dentro del límite del 40%



- El proyecto de decreto que busca reglamentar el nuevo régimen de inversión de los multifondos entraría en vigencia de ser aprobado el próximo 15 de septiembre de 2010. Este proyecto habla principalmente de 3 tipos de fondos, Conservador cuyo límite máximo de inversión en renta variable sería 20%, limitando la inversión en títulos participativos locales al 15%, Moderado cuyo límite máximo de inversión en renta variable es del 45%, con un límite a títulos participativos locales del 30%; y un fondo de mayor riesgo cuyo límite de inversión en renta variable es del 70%, con un límite en títulos participativos locales del 45%.
- Con datos a marzo de 2010 los fondos de pensiones obligatorias (FPO) en conjunto tienen invertido el 40.8% de su portafolio en títulos participativos, que computa dentro del cálculo del tope de inversión en renta variable. Concretamente en acciones Colombia y carteras colectivas el porcentaje es del 32.9%, este porcentaje estaría por encima del tope de inversión en acciones Colombia del portafolio moderado de 30%, según el proyecto de decreto.
- El proyecto dice que los excesos en los límites de inversión que se produzcan como consecuencia de la valorización o desvalorización de las inversiones que conforman cada uno de los tipos de fondos, por pago de dividendos, podrán ser mantenidos hasta por un periodo de un año, prorrogable previa autorización de la Superfinanciera.

**Limites Inversion Fondos Pensiones Obligatoria RV**





### Las condiciones para continuar siendo positivos son:

- ✓ Escenario de tasas de interés bajas, e indicadores macro mejorando, la producción industrial comienza a repuntar, al igual que las ventas al por menor, por su parte la demanda de energía ha presentado tasas de crecimiento altas. Dato del PIB del primer trimestre confirma el dinamismo en sectores como petróleo, minería, comercio, energía. Se espera que la tendencia para el segundo trimestre del año se mantenga.
- ✓ La liquidez en los mercados aun es amplia, y a pesar de la valorización obtenida en 2009, las acciones, son mas atractivas que la renta fija, pues el potencial de valorización en este activo es mas limitado.
- ✓ El potencial de valorización en el mercado de renta variable en US es amplio, pues hasta ahora se ha recuperado un 50% de la caída experimentada a partir de noviembre de 2007, y las señales de recuperación en US se comienzan a ver, a pesar de esperar que sea lenta.
- La entrada al mercado de nuevos emisores amplia la posibilidad de diversificar portafolios, de hecho los anuncios de la llegada de emisores extranjeros como Canacol, Greystar, Medoro, Ventana, B2Gold, entre otros, puede generar expectativa entre los inversionistas locales.
- El proceso de fusión con las bolsas de Lima y Santiago, el cual se espere pueda iniciar su primera etapa para el cuarto trimestre de 2010 y los avances que en materia de multifondos se presenten, el decreto reglamentario, de ser aprobado entraria en vigencia en septiembre de 2010.

### RIESGOS

- Los ruidos en los mercados internacionales permanecen latentes, principalmente por los temores provenientes de países europeos, principalmente Grecia, España, Irlanda, Portugal, UK e Italia, adicionalmente la recuperación de la economía de US puede ser mas lenta de lo esperado, aunque definitivamente será mejor que lo visto en 2009.
- Estamos cerca de niveles máximos de precios, de forma que puede esperarse toma de utilidades por parte de algunos inversionistas.
- Los fondos de pensiones se encuentran muy cerca del tope de compras en títulos participativos el cual es de 40%, y a marzo de 2010 estaba en 40.8%.
- De ser aprobado el decreto de multifondos tal como esta propuesto, la demanda por acciones de emisores locales por parte de fondos de pensiones obligatorias podría estar bastante limitada, si se tiene en cuenta que el portafolio moderado tendrá un limite de inversión en títulos participativos de emisores locales del 30%, y a marzo las inversiones en este tipo de títulos es de aproximadamente el 32.6%.





**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

## PORTAFOLIO RECOMENDADO





Compañía	Ultimo Precio	Var. % Año Corrido	Max Historico Precio Negoc.	Fecha Precio Max Negoc.	Espacio de Valorizacion Max Histórico Negoc.
Coltejer	0,92	-14,02	6,92	1/27/06	652,17%
Valorem	338,00	-3,15	1.600,00	2/1/01	373,37%
Fabricato	29,10	-2,68	95,00	1/26/06	226,46%
Interbolsa	2.395,00	-1,03	4.716,95	3/21/06	96,95%
Enka	9,39	34,14	18,00	9/27/07	91,69%
Tablemac	8,15	36,97	13,70	5/14/07	68,10%
SIE	14.300,00	2,14	20.500,00	10/8/09	43,36%
ETB	1.055,00	-8,66	1.330,00	9/16/09	26,07%
BNA	2.370,00	-10,57	2775	10/13/09	17,09%
Pfbhelm	415,00	-5,68	476,00	12/18/07	14,70%
Pacific	44.040,00	45,54	50.000,00	12/22/09	13,53%
Chocolates	20.780,00	-1,05	23.500,00	10/7/09	13,09%
Éxito	17.800,00	-8,72	20.000,00	12/10/09	12,36%
BVC	35,80	21,36	40,00	3/9/10	11,73%
Inverargos	19.200,00	1,05	21.300,00	1/15/10	10,94%
Cemargos	11.260,00	4,26	12.420,00	4/9/10	10,30%
Ecopetrol	2.740,00	10,26	2.980,00	5/7/08	8,76%
Isagén	2.260,00	2,73	2.420,00	7/2/09	7,08%
Corficol	28.600,00	27,08	30.480,00	5/3/10	6,57%
Pfcorficol	27.300,00	24,85	28.800,00	5/3/10	5,49%
Aval	920,00	19,48	965,00	5/3/10	4,89%
EEB	125.400,00	5,38	130.500,00	4/26/10	4,07%
ISA	12.820,00	-1,23	13.260,00	10/8/09	3,43%
Colinversiones	6.190,00	20,90	6.400,00	5/10/10	3,39%
Gruposura	29.500,00	20,21	30.500,00	5/3/10	3,39%
Bogotá	38.720,00	14,56	40.000,00	4/29/10	3,31%
Col20	1.199,11	7,50	1.235,64	5/3/10	3,05%
Pfbcolombia	23.600,00	2,34	24.300,00	6/22/10	2,97%
IGBC	12.345,91	6,41	12.710,73	5/3/10	2,95%
Colcap	1.453,60	6,35	1.491,35	5/3/10	2,60%
Bancolombia	23.600,00	1,99	24100	4/15/10	2,12%
Mineros	6.000,00	8,45	6.100,00	10/9/09	1,67%

- En Azul - Aquellas acciones que han alcanzado máximos históricos en el 2.009: PROMIGAS, BNA, PREC, ETB, SIE, ÉXITO, CHOCOLATES, MINEROS, ISAGEN, ISA

- En Verde - Aquellas acciones que en 2.010 alcanzaron máximos históricos, BVC, INVERARGOS, CEMARGOS, BCOLOM, PFBCOLO, AVAL, BOGOTA, EEB, CORFICOL, COLINVERS, GRUPOSURA, PFCORFICOL

- Las acciones que tienen menor potencial de valorización, teniendo en cuenta el espacio de valorización con el máximo histórico son, MINEROS, BCOLOM, PFBCOLOM, BOGOTA, GRUPOSURA.

- De igual forma, las acciones que tienen mayor potencial de valorización son las mas especulativas COLTEJER, VALOREM, FABRICATO, ENKA, sin embargo los fundamentales de estas empresas no son positivos. Destacamos TABLEMAC, ETB, CHOCOLATES.

- El 51.2% de las acciones de la muestra han alcanzado su precio máximo histórico en lo corrido de 2010.





- El ejercicio de selección de acciones, se focaliza en analizar el comportamiento presente de las acciones, y su comportamiento en épocas de estrés en el mercado, debido a los ruidos provenientes de mercados externos, principalmente de Europa, que a su vez ha ejercido presión sobre los mercados de US, y los niveles máximos históricos en los que nos encontramos, se mezclan para dar volatilidad a nuestro mercado de renta variable.
- Las variables tenidas en cuenta son,
  1. Volatilidad 90 días.
  2. Beta 6 meses (variaciones diarias)
  3. Variación YTD (pues su potencial de valorización frente a un eventual rebote del mercado accionario es mayor para aquellas acciones que el mercado ha castigado mucho más).
  4. Yield estimado (Rentabilidad por dividendo).
  5. Variación de los últimos 12 meses.
  6. Potencial por Q-tobin
  7. Potencial por RPG.
  8. Volumen
- Finalmente se clasifican las acciones por mayor puntaje teniendo en cuenta un promedio simple de cada uno de los indicadores.





ACCIONES	Precio	Market Cap	Yield	Q de Tobin	Q Tobin Sector	RPG	RPG Sector	Var. 1YR %	Volat 90	BETA 6M	% YTD	VOLUMEN DIARIO □
BCOLOMBIA	23.600,00	18.592.717	2,70%	2,76	1,77	17,41	15,87	45,9%	21,1%	1,04	1,99%	5.161,75
BOGOTA(S)	38.720,00	9.224.256	4,06%	2,17	1,77	11,75	15,87	32,2%	21,0%	0,59	14,56%	633,80
BVC	35,80	668.487	2,32%	7,58	2,25	37,91	18,06	33,1%	27,7%	0,94	21,36%	626,72
CEMARGOS	11.260,00	12.967.830	1,12%	1,28	2,01	-798,75	26,07	35,3%	18,6%	1,18	4,26%	5.031,65
CHOCOLATES	20.780,00	9.041.865	1,56%	1,65	3,46	38,71	20,37	12,9%	17,7%	0,79	-1,05%	1.415,78
COLINVERS	6.190,00	445.254	0,66%	1,82	1,69	6,31	23,44	95,0%	23,3%	0,83	20,90%	3.722,67
CORFICOLCF(S)	28.600,00	4.899.636	7,35%	2,21	1,37	7,07	14,38	63,9%	21,7%	0,87	27,08%	3.089,60
ECOPETROL	2.740,00	110.894.684	3,32%	3,57	1,70	19,31	17,45	10,5%	14,2%	0,94	10,26%	13.089,71
ENKA	9,39	110.555	0,00%	0,21	1,36	-6,06	22,72	10,5%	30,2%	0,87	34,14%	219,70
ETB	1.055,00	3.745.834	0,00%	1,49	2,20	18,46	21,59	22,0%	26,9%	0,84	-8,66%	4.902,06
EXITO	17.800,00	5.941.815	1,35%	1,45	2,19	35,51	20,06	25,9%	24,2%	0,89	-8,72%	2.212,25
FABRICATO	29,10	240.229	0,00%	0,30	1,36	-2,23	22,72	2,8%	21,7%	0,75	-2,68%	197,99
GRUPOAVAL(S)	920,00	12.828.464	3,57%	2,52	1,77	15,68	15,87	46,5%	18,0%	0,71	19,48%	1.416,43
INTERBOLSA	2.395,00	490.673	4,93%	1,62	2,25	12,67	18,06	42,6%	13,5%	0,09	-1,03%	705,94
INVERARGOS	19.200,00	12.391.680	0,96%	1,21	1,37	15,39	14,38	60,8%	19,7%	0,83	1,05%	3.285,12
ISA	12.820,00	14.200.431	1,25%	2,40	1,69	44,59	23,44	42,8%	16,4%	0,93	-1,23%	3.387,62
ISAGEN	2.260,00	6.160.923	2,48%	1,90	1,69	18,22	23,44	-2,6%	16,3%	0,71	2,73%	4.077,24
EEB	125.400,00	10.768.294	2,71%	1,56	1,69	8,13	23,44	79,1%	15,4%	0,64	5,38%	1.132,24
MINEROS	6.000,00	1.570.124	2,47%	5,12	4,41	12,57	30,29	104,4%	13,8%	0,41	8,45%	341,45
PFBCOLOM	23.600,00	18.592.717	2,70%	2,76	1,77	17,41	15,87	44,6%	20,1%	1,23	2,34%	8.767,53
GRUPOSURA	29.500,00	13.836.599	0,91%	0,96	1,37	21,16	14,38	46,9%	21,3%	1,30	20,21%	4.341,18
TABLEMAC	8,15	206.996	1,60%	1,26	1,19	36,28	14,72	50,6%	29,6%	1,42	36,97%	3.208,38
BIOMAX	1.105,00	113.752	5,25%	2,15	1,76	14,34	11,26	62,7%	31,7%	0,53	45,98%	194,76
SIE	14.300,00	2.635.580	5,02%	3,06	1,76	19,14	11,26	-30,2%	58,2%	0,86	2,14%	3.500,43
PREC	44.040,00	9.449.926	0,00%	3,35	1,70	-30,62	17,45	-11,9%	36,1%	1,79	45,54%	37.362,21

Fuente: Bloomberg - Superfinanciera.

Cálculos Ultrabursátiles con precios a Junio 30 de 2.010.

El dividendo tenido en cuenta es sobre las utilidades del año 2009.

La Q de Tobin y el RPG del sector corresponden a indicadores promedio a nivel global para cada una de las compañías.

Market Cap en millones de pesos

Volumen diario, promedio 30 días, cifras en millones de pesos





## PUNTAJE ACCIONES SEGÚN INDICADORES SELECCIONADOS

Ranking anterior	Ranking actual	ACCIONES	VOLATILIDAD	BETA 6M	YTD	Yield	Var. Año 1y %	Q TOBIN	RPG	VOLUMEN	PUNTAJE
1	1	ISAGEN	21	20	15	15	22	13	20	17	143
3	2	CHOCOLATES	19	17	20	11	18	22	4	8	119
10	3	ETB	7	13	23	2	17	19	18	19	118
2	4	BOGOTA(S)	14	22	10	21	15	11	19	6	118
7	5	EEB	22	15	13	18	3	16	22	7	116
5	6	MINEROS	24	23	12	14	1	12	24	4	114
14	7	CEMARGOS	17	5	14	8	13	21	15	20	113
6	8	ECOPETROL	23	7	11	19	19	2	9	23	113
9	9	FABRICATO	11	18	22	1	21	23	14	2	112
4	10	SIE	1	21	17	22	24	4	6	15	110
8	11	GRUPOAVAL(s)	18	19	9	20	9	9	17	9	110
12	12	INVERARGOS	16	14	19	7	6	17	12	13	104
11	13	EXITO	8	9	24	10	16	20	5	10	102
20	14	BCOLOMBIA	13	6	18	17	10	7	10	21	102
17	15	PFBCOLOM	15	4	16	16	11	6	11	22	101
15	16	ISA	20	8	21	9	12	8	2	14	94
18	17	COLINVERS	9	16	7	5	2	14	23	16	92
13	18	CORFICOLCF(S)	10	12	5	24	4	5	21	11	92
19	19	ENKA	4	11	4	3	20	24	13	3	82
22	20	GRUPOSURA	12	3	8	6	8	18	7	18	80
24	21	PREC	2	1	2	4	23	3	16	24	75
16	22	BIOMAX	3	24	1	23	5	10	8	1	75
23	23	BVC	6	10	6	13	14	1	3	5	58
21	24	TABLEMAC	5	2	3	12	7	15	1	12	57

Fuente: Cálculos Ultrabursátiles. El máximo puntaje es por ítem es 24 y el mínimo 1. el puntaje total máximo es 216

Esta es una herramienta de selección, mas no la única. Datos a Junio 30 de 2010

Volatilidad 90 días, Beta 6 meses, YTD (variación desde primer día de 2010).





Acciones	29/06/2010	Precios Estimados 2010	Potencial por precio
Cemargos	11.260,00	*	*
EEB	125.400,00	160.105,0	27,68%
Colinversiones	6.190,00	7.050,0	13,89%
Chocolates	20.780,00	23.521,0	13,19%
Isagén	2.260,00	2.533,0	12,08%
Exito	17.800,00	19.458,0	9,31%
Pacific Rubiales	44.040,00	48.000,0	8,99%
Pfbcredito	415,00	450,0	8,43%
ISA	12.820,00	13.883,0	8,29%
Ecopetrol	2.740,00	2.884,0	5,26%
Inverargos	19.200,00	20.186,0	5,14%
ETB	1.055,00	1.087,0	3,03%
BVC	35,80	36,3	1,40%
Suramericana	29.500,00	29.777,0	0,94%
Tablemac	8,15	8,0	-1,84%
Biomax	1.105,00	1.027,0	-7,06%
Bancolombia	23.600,00	21.744,0	-7,86%
Pfibancolombia	23.600,00	21.744,0	-7,86%
Fabricato	29,10	24,3	-16,43%

## PROYECCIONES 2010

INDICE	29/06/2010	PROYECCION 2.010	POTENCIAL %
IGBC	12345,91	12.847	4,1%
COL20	1199,11	1.210	0,9%
COLCAP	1453,6	1.543	6,2%

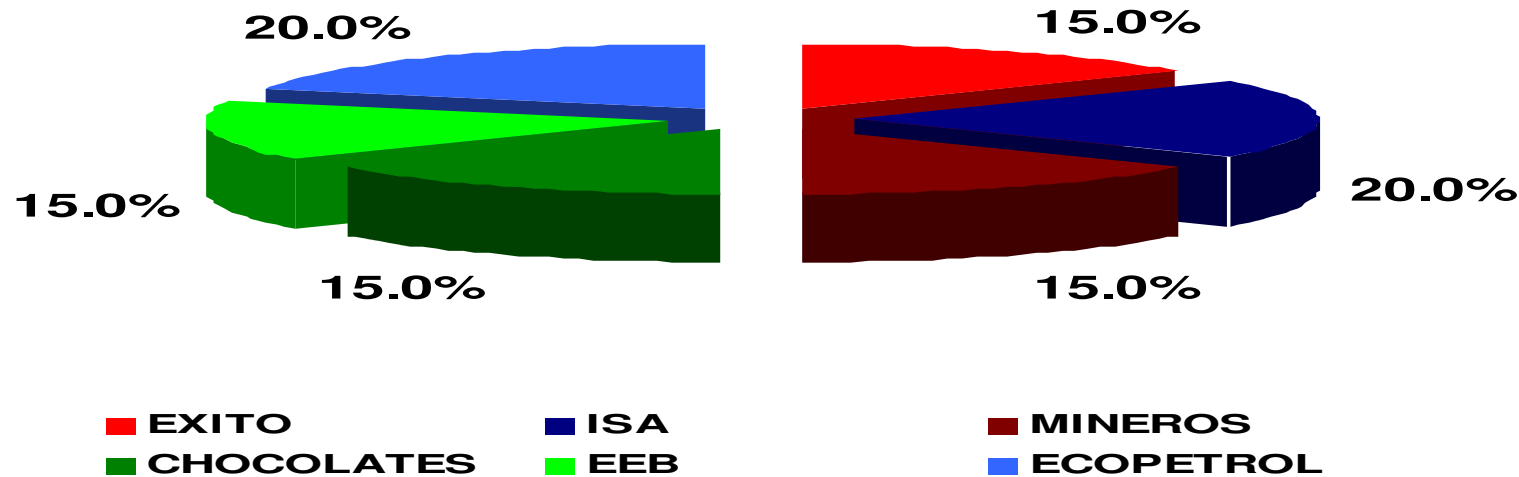
Fuente: Bloomberg - Cálculos Ultrabursátiles. Junio 29 de 2.010. Los precios objetivo para las acciones de Cemargos, Chocolates, ISA, Ecopetrol, Éxito, Isagén, Biomax se han determinado mediante valoración por descuento de flujo de caja. Inverargos y Gruposuramericana se han determinado mediante metodologías de valoración de suma de partes. EEB, PREC, Tablemac, El resto de las compañías el precio se ha establecido mediante valoración de múltiplos y el estudio previo de la compañía, del sector, expectativas macroeconómicas y análisis técnico. Precios Objetivo a cierre de 2.010.

- Precio estimado de ETB teniendo en cuenta el proceso de consecución de un socio estratégico, y continuar con una eventual OPA de forma **exitosa**. El precio justo sin tener en cuenta un proceso de OPA es de 1.085
- **Cemargos, en revisión.**





## Portafolio conservador

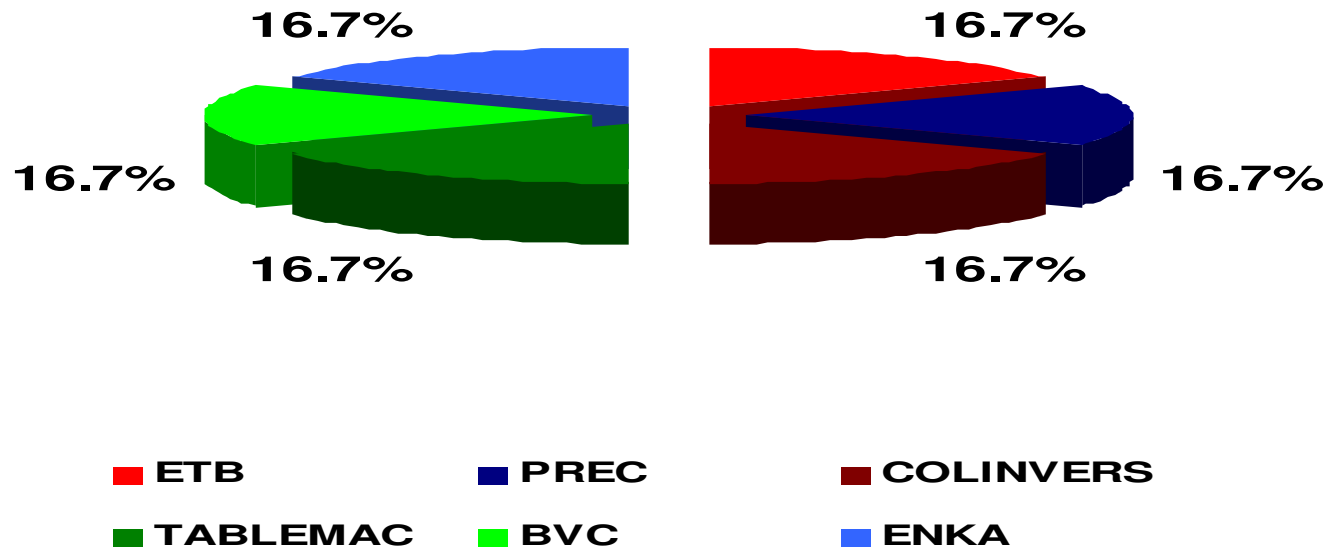


- El portafolio incorpora acciones con fundamentales positivos, adicionalmente se ha tenido en cuenta las acciones que han presentado en el pasado un comportamiento mejor a su benchmark en momentos de alta volatilidad.
- Corficol es una acción interesante, dada la relación riesgo retorno que ha mostrado
- Sin embargo se debe mencionar que la inversión en acciones es considerada una estrategia de inversión dinámica, lo que significa que el inversionista tolera un nivel alto de riesgo y admite pérdidas de su capital.





## Portafolio especulativo



- Este portafolio esta enfocado para inversionistas con nivel de tolerancia alto al riesgo, dado que si bien estas acciones han mostrado una rentabilidad atractiva, también tienen una alta volatilidad.
- Por tratarse de acciones especulativas se recomienda una estrategia de stop loss, take profit y niveles de entrada definidos.
- Se debe mencionar que la inversión en acciones es considerada una estrategia de inversión dinámica, lo que significa que el inversionista tolera un nivel alto de riesgo y admite pérdidas de su capital.





**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

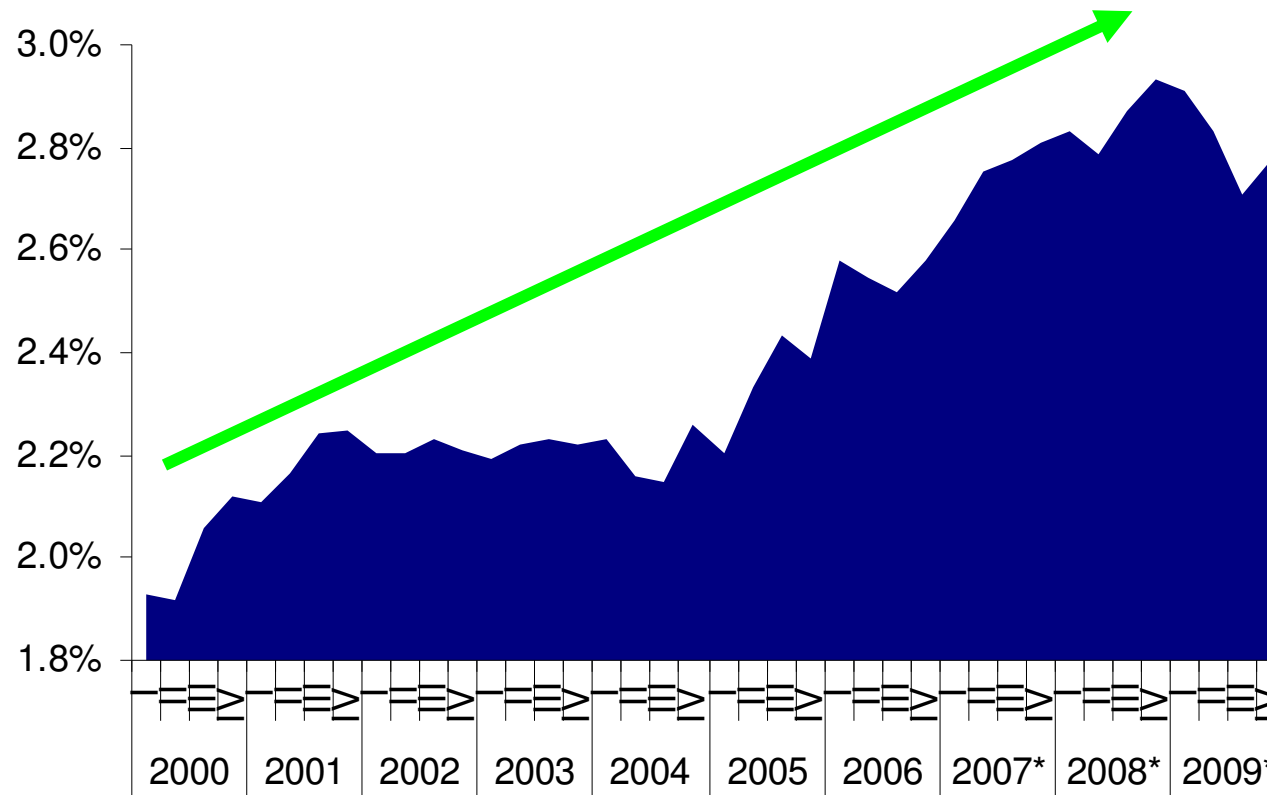
# ETB

## PROCESO BUSQUEDA SOCIO ESTRATEGICO





**SERVICIOS DE CORREO Y TELECOMUNICACIONES  
IMPORTANCIA EN PIB**



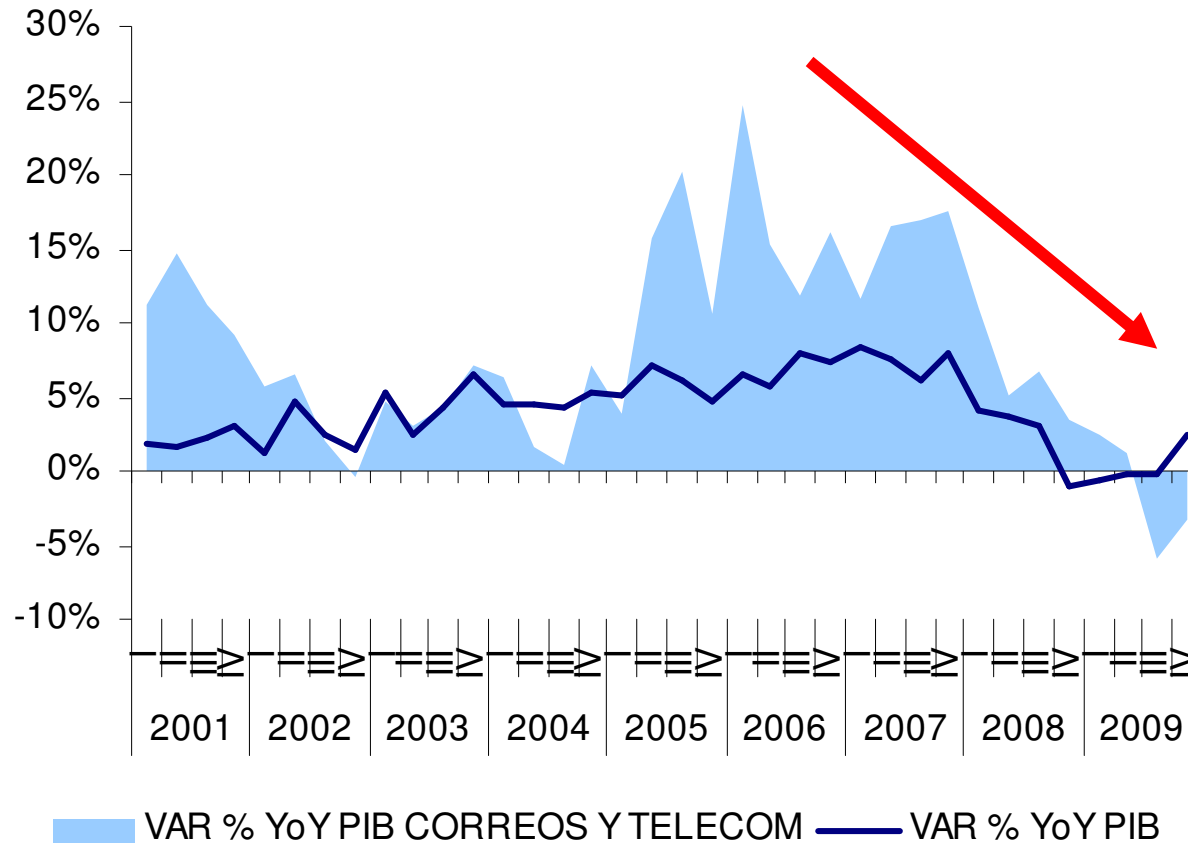
Fuente, Dane, Comisión de regulación de comunicaciones, Cálculos Ultrabursátiles

- El sector de telecomunicaciones a aumentado su participación dentro del PIB total durante la ultima década, en el 2000 participaba con el 1.9% del PIB total, mientras que en el 2009 aportó un 2.8%.





PIB VS PIC CORREOS Y TELECOMUNICACIONES



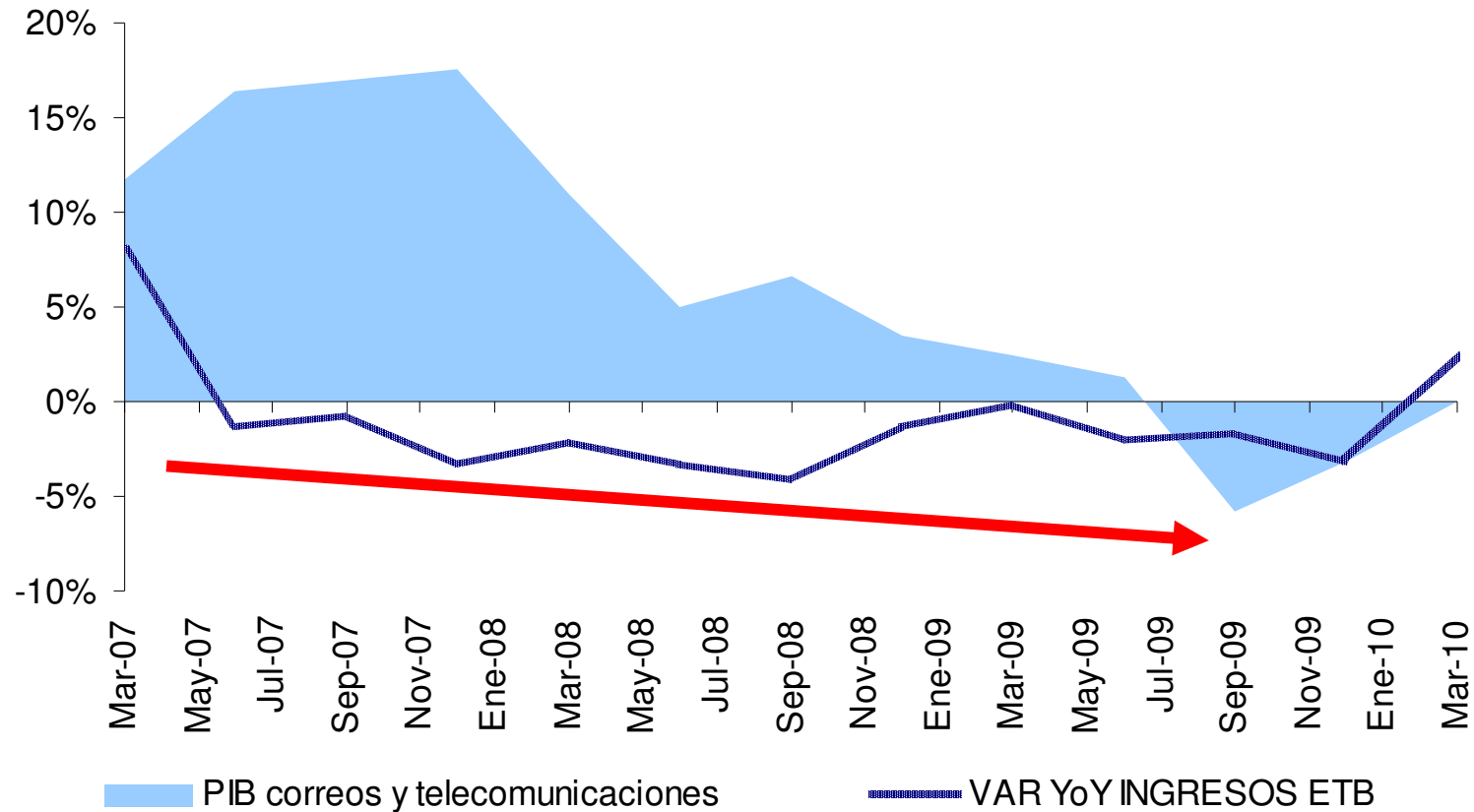
Fuente, Dane, ETB, Comisión de regulación de comunicaciones, Cálculos Ultrabursátiles.

Durante la crisis financiera mundial su contracción fue importante, ya que en 2007 la tasa de crecimiento fue del 15%, mientras que en 2008 fue del 6.5% y en 2009 -1.4%.





## PIB TELECOMUNICACIONES Vs CRECIMIENTO INGRESOS ETB



- **A pesar del dinamismo del sector ETB se ha rezagado, debido a la constante renovación del sector con la entrada de nuevas tecnologías, competencia de operadores de talla mundial.**

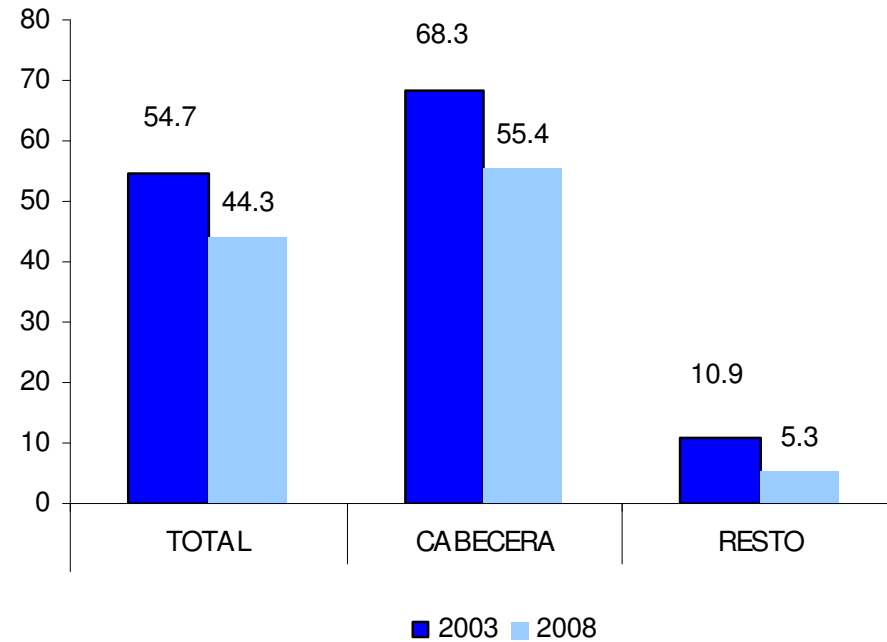




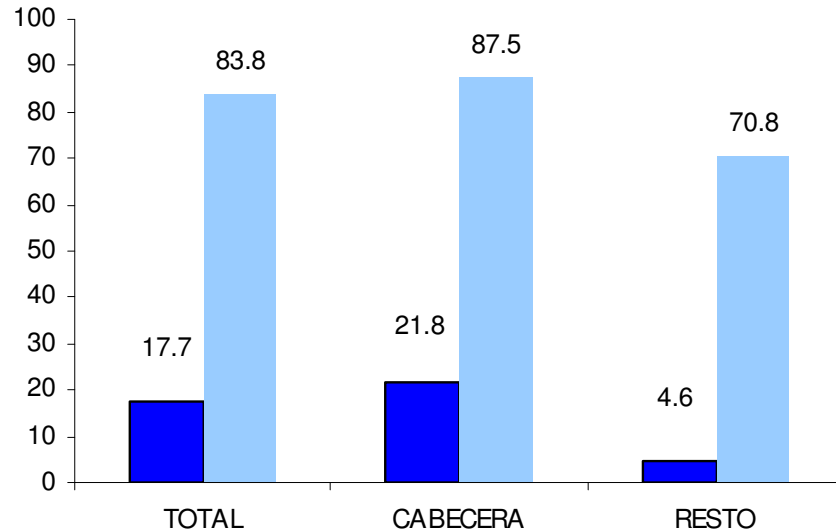
El porcentaje de hogares con teléfono fijo a nivel nacional a disminuido en el periodo comprendido entre 2003 y 2008, este paso de 54.7% a 44.3%.



**% HOGARES CON TELEFONO FIJO**



**% HOGARES CON CELULAR**



El porcentaje de hogares con celular a nivel nacional a aumentado, ya que paso del 17.7% en 2003, a un 83.8% en 2008





## INTERNET EL EJE DE CRECIMIENTO DEL SECTOR

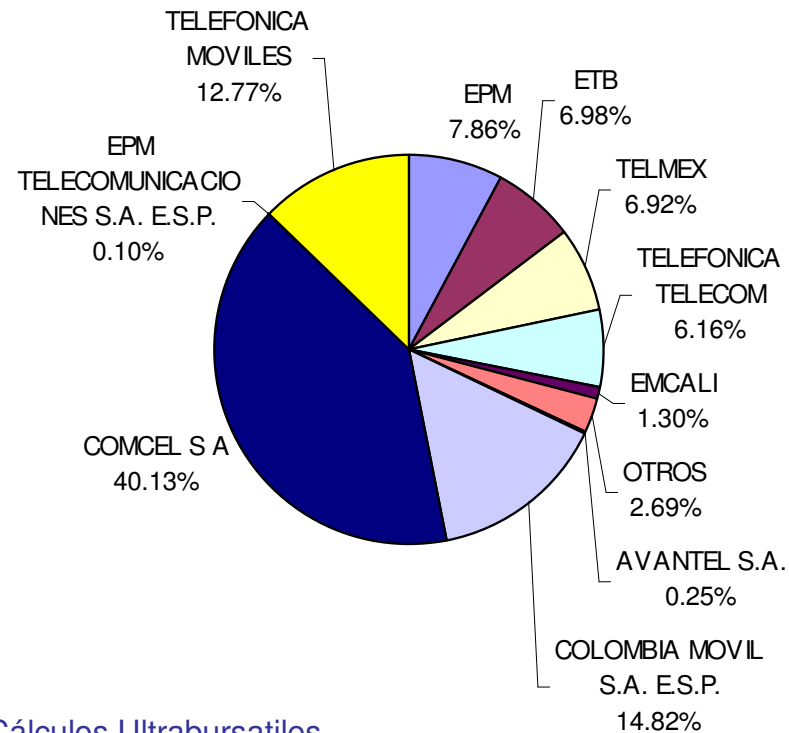
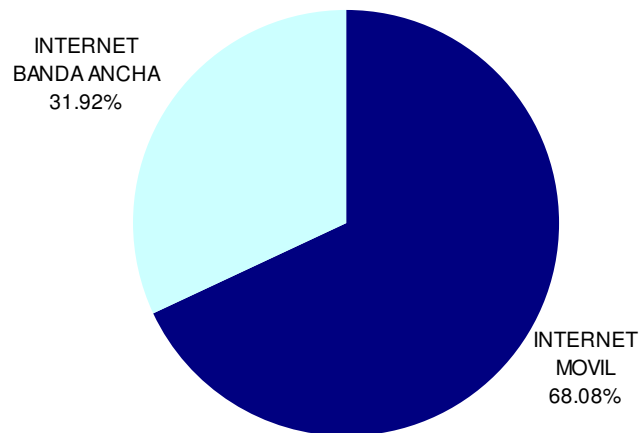
OPERADOR	ABONADOS
AVANTEL	128,994
COLOMBIA MOVIL	3,860,502
COMCEL	27,932,086
TELEFONICA	9,027,978
<b>TOTAL</b>	<b>40,949,560</b>

Todo apunta a que el potencial de acceso a Internet es mucho mas grande a través de operadores móviles, el crecimiento de suscriptores en mayor al de operadores de Internet fija.

Fuente, Comisión de regulación de comunicaciones, Cálculos Ultrabursatiles. Datos 2009

### PARTICIPACIÓN MERCADO POR NÚMERO DE SUSCRIPTORES

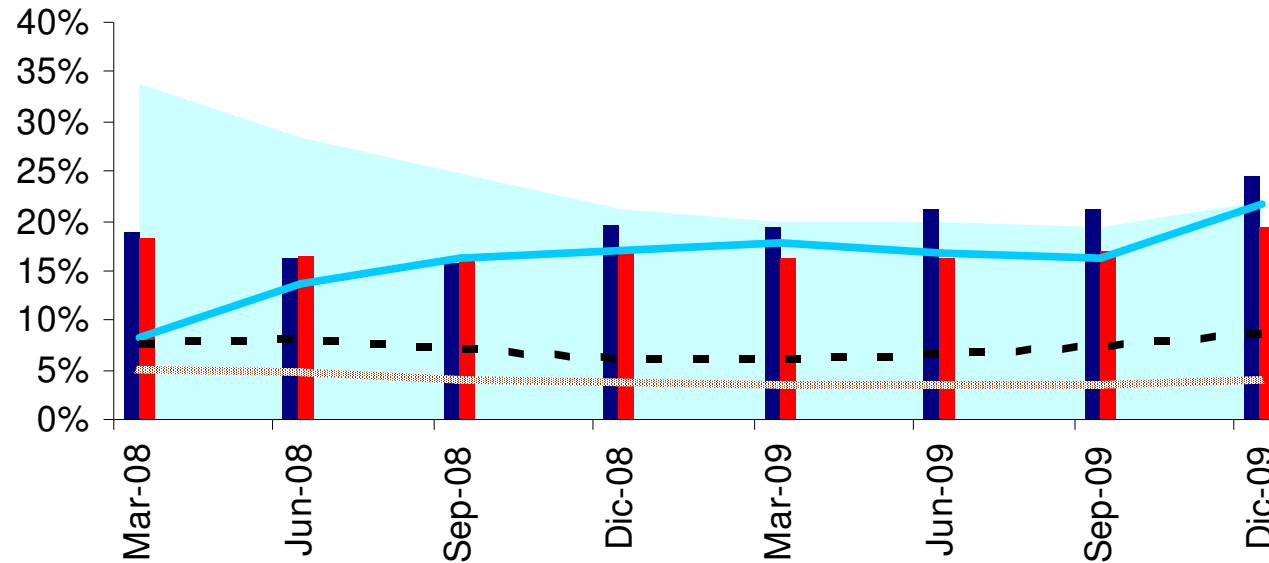
**DISTRIBUCIÓN MERCADO POR TECNOLOGIA SEGÚN NÚMERO DE SUSCRIPTORES**



Fuente, Comisión de regulación de comunicaciones, Cálculos Ultrabursatiles.



Participación Mercado Internet Banda ancha  
por número de subscriptores



	01/12/09	01/09/09	01/06/09	01/03/09	01/12/08	01/09/08	01/06/08	01/03/08
ETB	21.9%	19.3%	19.9%	19.8%	21.0%	24.8%	28.4%	33.9%
COLOMBIA TELECOM	19.3%	16.9%	16.4%	16.3%	16.7%	16.6%	16.6%	18.5%
EPM	24.6%	21.2%	21.1%	19.5%	19.5%	15.9%	16.2%	18.9%
OTROS	8.4%	7.3%	6.5%	5.9%	6.0%	7.0%	8.0%	7.5%
EMCALI	4.1%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%	4.1%	4.9%	5.2%
TELMEX	21.7%	16.4%	16.8%	17.9%	17.0%	16.4%	13.6%	8.3%

•Desde 2008 ETB ha venido participación de mercado en Internet banda ancha, a pesar del aumento de ingresos por este concepto en la empresa. Telmex y EPM han mejorado su market share, debido a una estrategia de expansión geográfica, y acompañados de otros productos.





### Diagnóstico

#### Necesidades de Inversión

- El sector de las telecomunicaciones es intensivo en inversiones debido a sus rápidos cambios tecnológicos. Adicionalmente, el entorno de competencia aumenta las necesidades de inversión.

#### Limitación de Recursos

- Para adelantar las inversiones que se prevén en los próximos años, la compañía necesita recursos mayores a los que genera operacionalmente.

#### Economías de Escala

- El sector de telecomunicaciones se caracteriza por compañías con presencia global y con tamaños que les generan enormes economías de escala tanto en la operación como en la compra de infraestructura y equipos.

#### Portafolio Convergente

- Las compañías de telecomunicaciones están evolucionando hacia la oferta de un portafolio de productos convergentes (telefonía fija, telefonía móvil, banda ancha, televisión).

#### Competencia

- ETB enfrenta una fuerte competencia por la presencia en Colombia de dos de los principales jugadores del sector a nivel mundial, los cuales tienen la posibilidad de hacer ofertas convergentes.

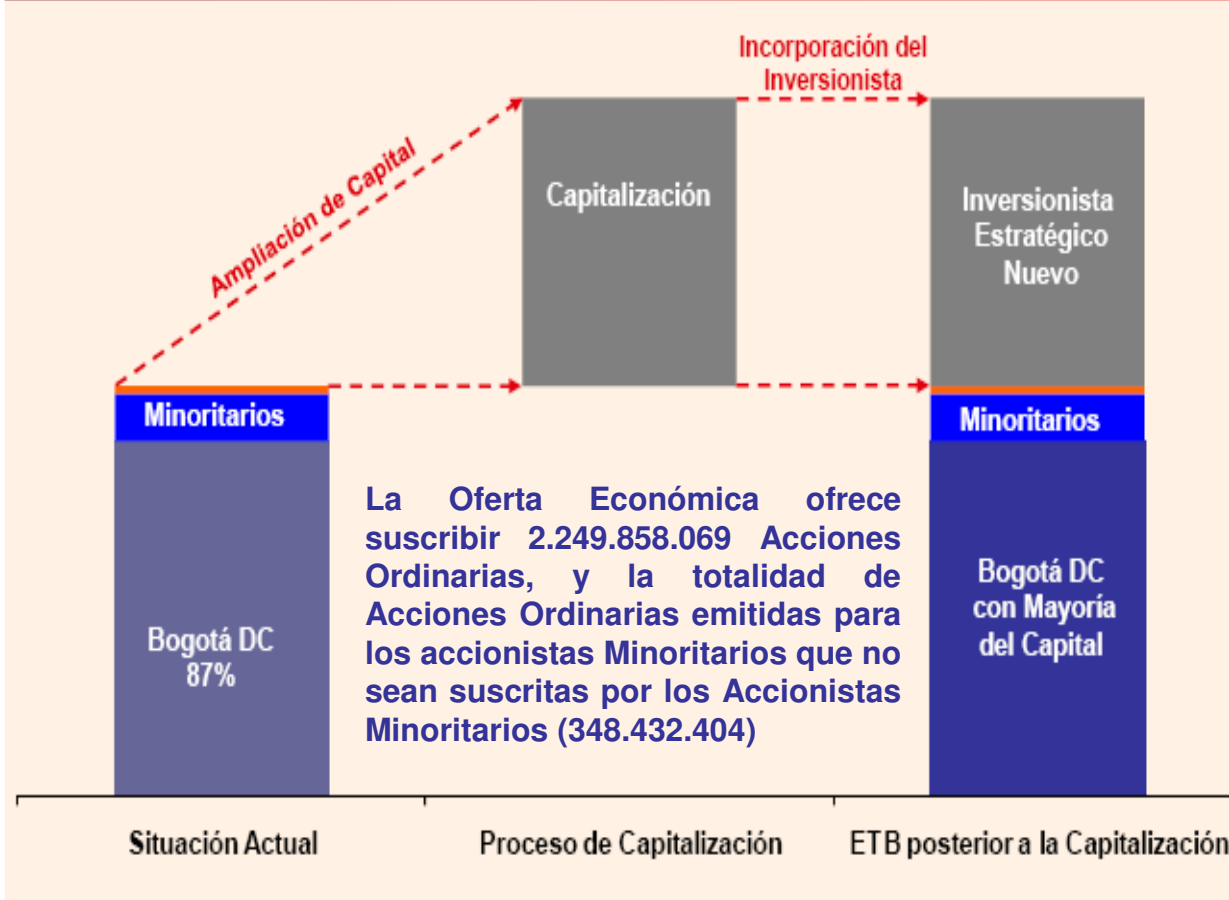
#### Resultados financieros

- A pesar de que ETB ha focalizado su estrategia de negocio de manera adecuada, mediante la expansión del negocio de Banda Ancha, y ha hecho importantes esfuerzos en la reducción de costos, la compañía no ha obtenido el crecimiento esperado en sus resultados operacionales.





### Capital de ETB antes y después del proceso



Oferta **con** Manejo Operativo” suscribir Acciones Ordinarias que le confieran al menos el cincuenta por ciento más uno (50%+1) a SOCIO ESTRATEGICO de los votos en la Asamblea de Accionistas. Se obliga a suscribir el Acuerdo de Accionistas.



Oferta **sin** Manejo Operativo” suscribir Acciones Ordinarias que le confieran al menos el cincuenta por ciento más uno (50%+1) a BOGOTA DC de los votos en la Asamblea de Accionistas. Se obliga a suscribir el Acuerdo de Accionistas.

Fuente, Presentación a la asamblea de accionista de ETB, Santander Global Banking and Markets (Banca de Inversión)

•“Conversión de Acciones” significa la eventual conversión de Acciones ordinarias del Distrito, así como de los Accionistas Minoritarios que así lo soliciten, en Acciones Preferenciales. Como consecuencia de la Conversión de Acciones, tras la suscripción de Acciones Ordinarias por parte del Inversionista Estratégico y de los Accionistas Minoritarios, el Distrito será propietario de más del cincuenta (50%) de las Acciones de la Compañía y el Inversionista Estratégico será titular de, al menos, el cincuenta por ciento más uno (50% + 1) de los votos en la Asamblea de Accionistas.





Requisitos inversionistas estratégico por medio de un proceso de capitalización:

Minimo 1.500.000 líneas fijas o 5.000.000 de accesos de telefonía móvil.3

•Mínimo 100.000 accesos a Internet.

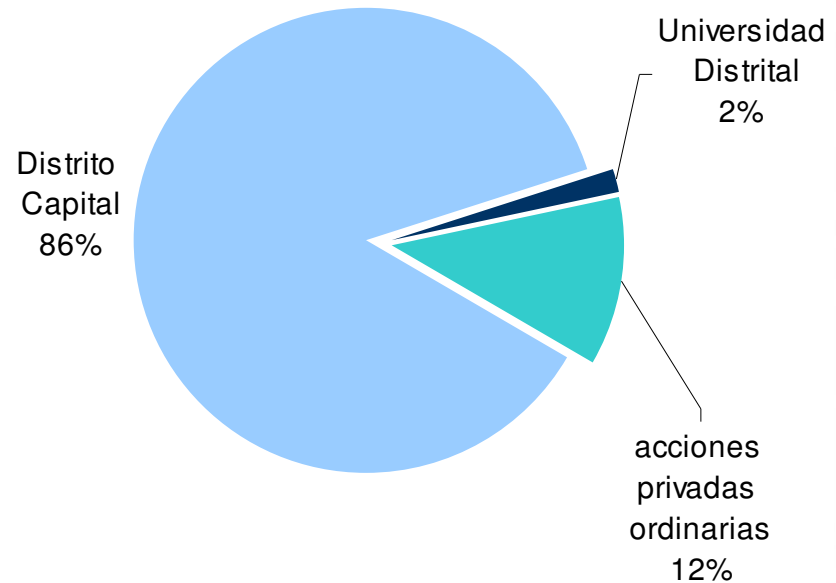
•Total ingresos mínimos equivalentes a USD 1.000 millones durante el ultimo periodo fiscal

**Emisión acciones**

	<b>Número acciones</b>
<b>Total acciones actuales</b>	<b>3,550,553,412</b>
<b>Acciones Distrito</b>	<b>3,074,421,943</b>
<b>Emisión acciones nuevo socio</b>	<b>2,249,858,069</b>
<b>Emisión acciones monoritarios</b>	<b>348,432,404</b>
<b>Total acciones despues emisión</b>	<b>6,148,843,885.0</b>
<b>50% Acciones</b>	<b>3,074,421,943</b>
<b>Acciones ordinarias necesita socio estrategico para participacion 50%</b>	<b>824,563,874</b>

Si la oferta es con manejo operativo, el socio estratégico deberá tener 3.074.421.943 acciones ordinarias, lo que implica una conversión de 824.563.874 acciones ordinarias por preferenciales

**ACCIONISTAS ETB**

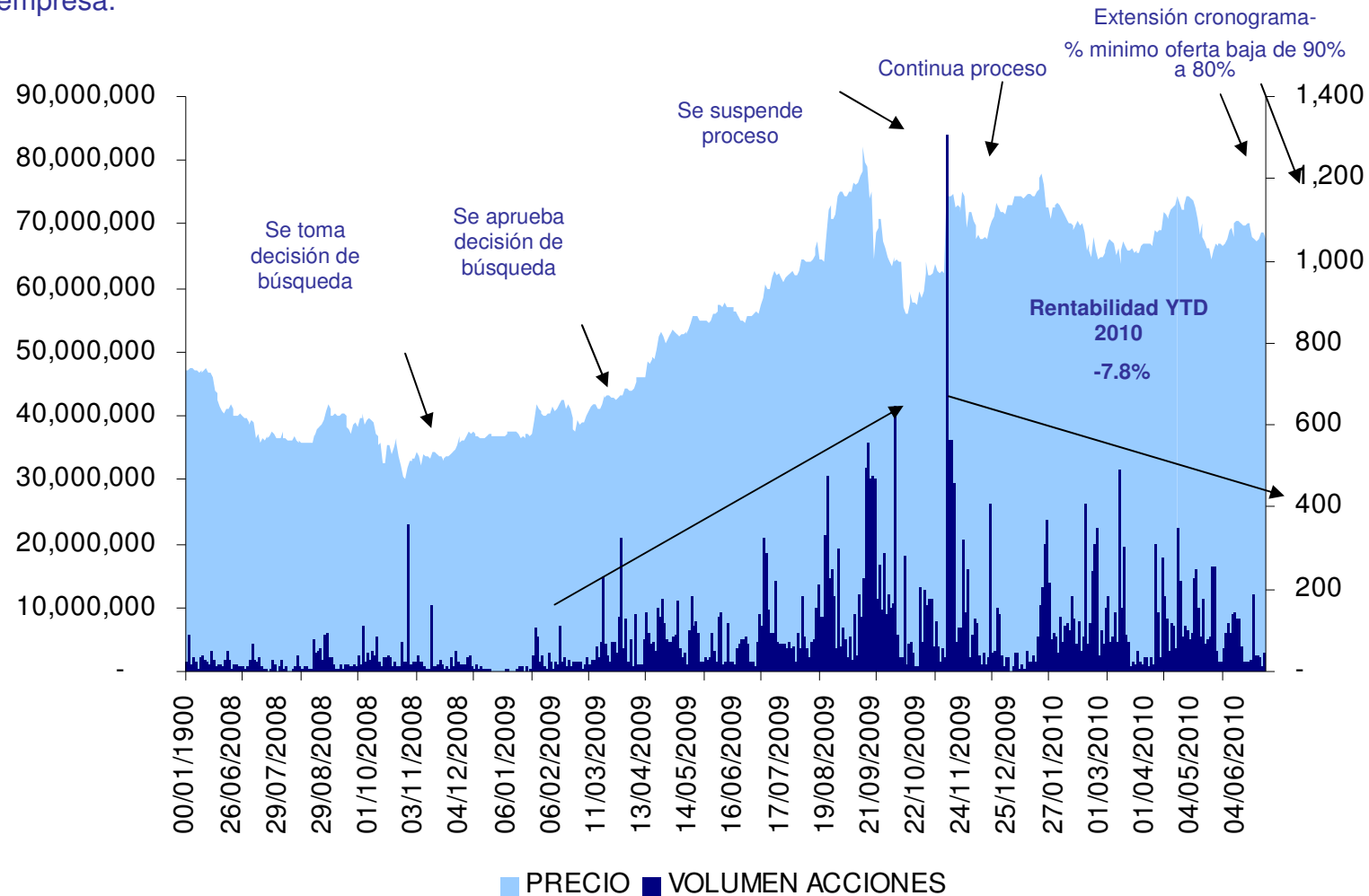


<b>TOTAL ACCIONES EN CIRCULACIÓN</b>	<b>3,550,553,412</b>
<b>MARKET CAP (\$ MLL)</b>	<b>3,781,339</b>
<b>YIELD</b>	<b>-</b>
<b>P/VL</b>	<b>1.50</b>
<b>P/E</b>	<b>18.30</b>
<b>RENTABILIDAD YTD%</b>	<b>-7.80%</b>
<b>RENTABILIDAD IGBC</b>	<b>7.80%</b>
<b>PONDERACIÓN IGBC</b>	<b>6.36%</b>



## Comportamiento acción

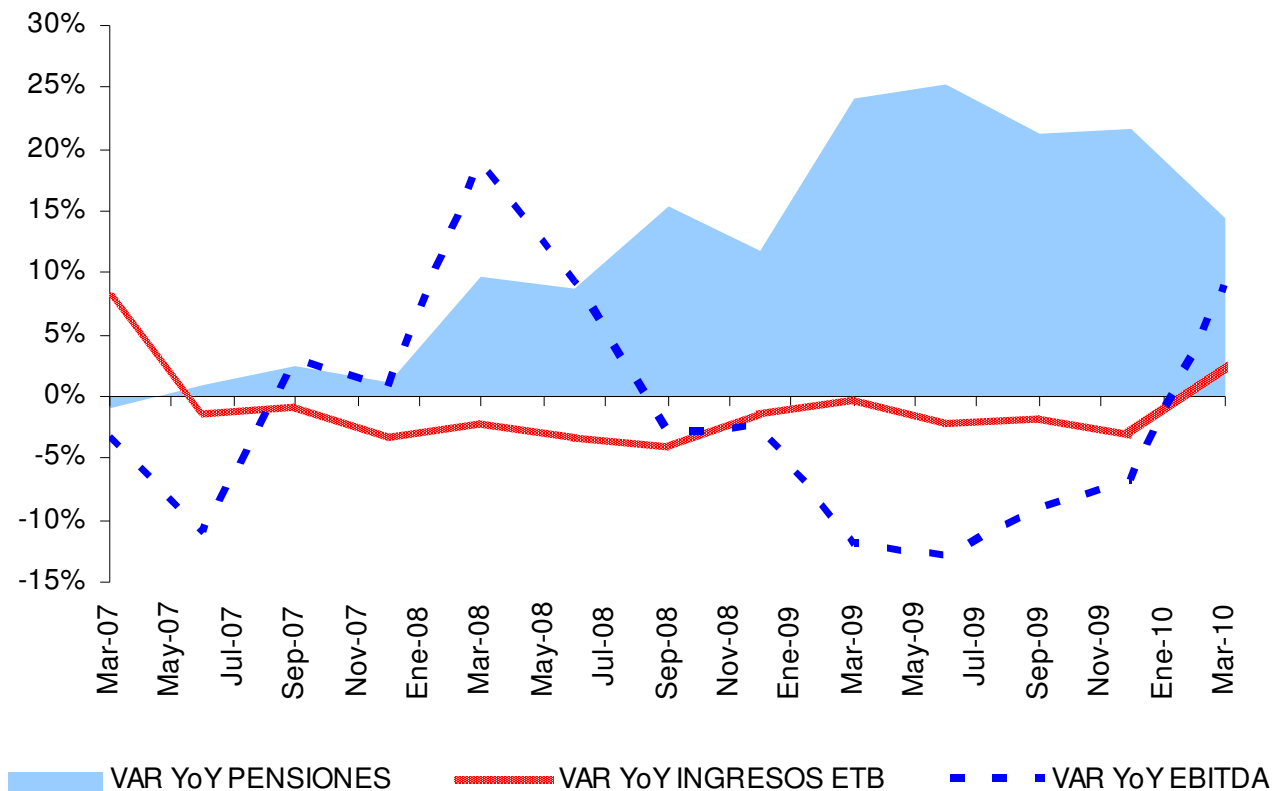
- En octubre de 2008, la empresa tomó la decisión de llevar a cabo un proceso de selección de una banca de inversión, para que ésta evalúe las distintas posibilidades de obtención de recursos y conocimientos, teniendo en cuenta la evolución de las condiciones del mercado de las telecomunicaciones.
- La recomendación es llevar a cabo un proceso de capitalización mediante un proceso abierto de selección a un socio que cumpla con las calidades definidas, y que haga un aporte al capital de ETB, conservando ETB mas del 50% del capital de la empresa.





## INGRESOS ETB SON DECRECIENTES

**Variación YoY  
Ingresos, Pensiones, EBITDA**



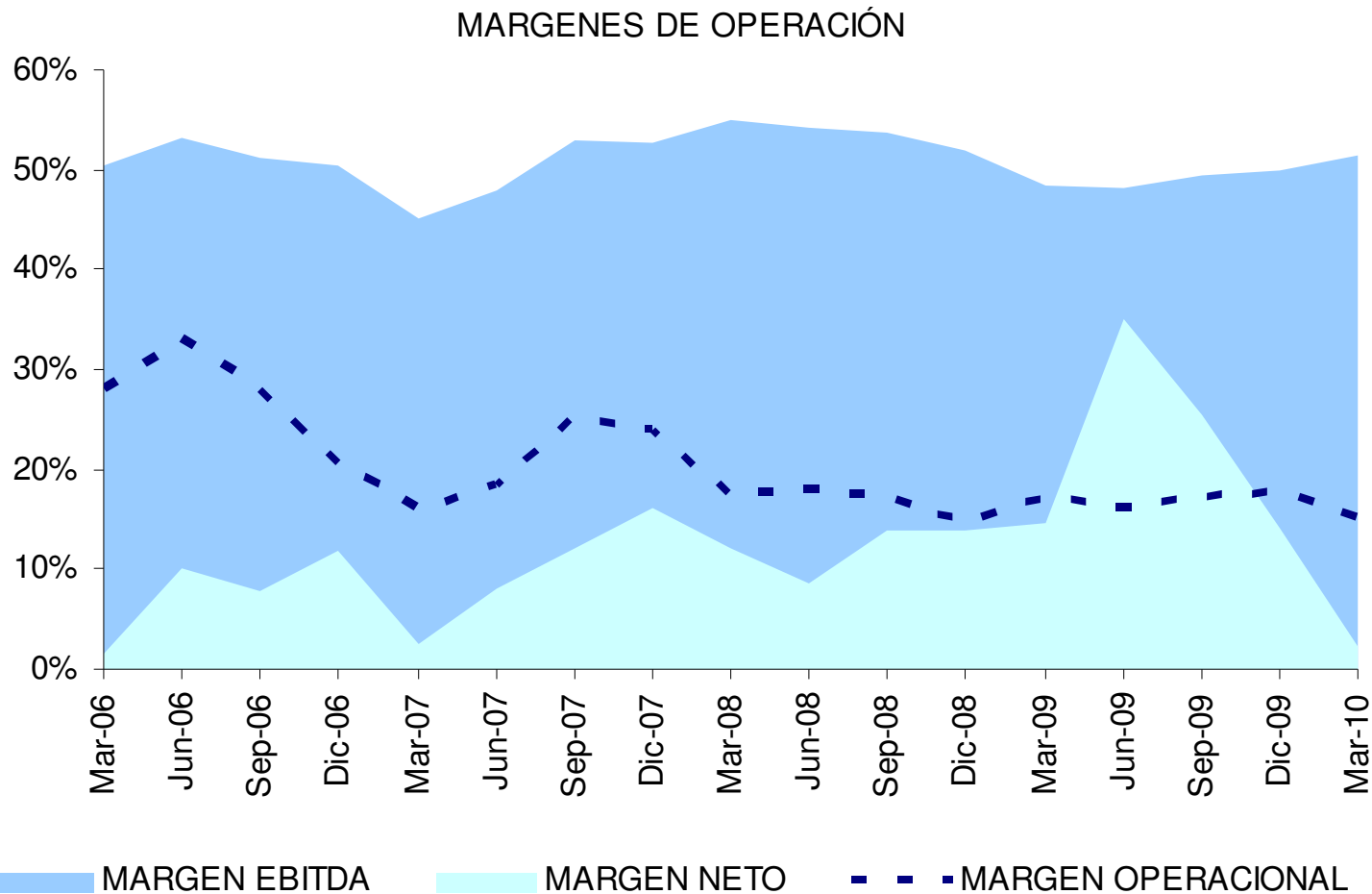
•Durante los últimos 13 trimestres los ingresos de ETB han tenido crecimientos negativos en 11 trimestres, la variación YoY promedio ha sido del -1%, lo que contrasta con el crecimiento que presenta los gastos por pensiones de jubilación, el cual ha sido en promedio el 12% en los últimos 13 trimestres, en 2009 fue el 23,1%.

•Los gastos pensionales se han convertido en una gran carga para las finanzas de ETB, esta cuenta represento en 2009 el 13.5% de los ingresos operacionales, lo cual es cercano a lo que es el margen operacional de la empresa el cual fue de 17.5% en 2009.



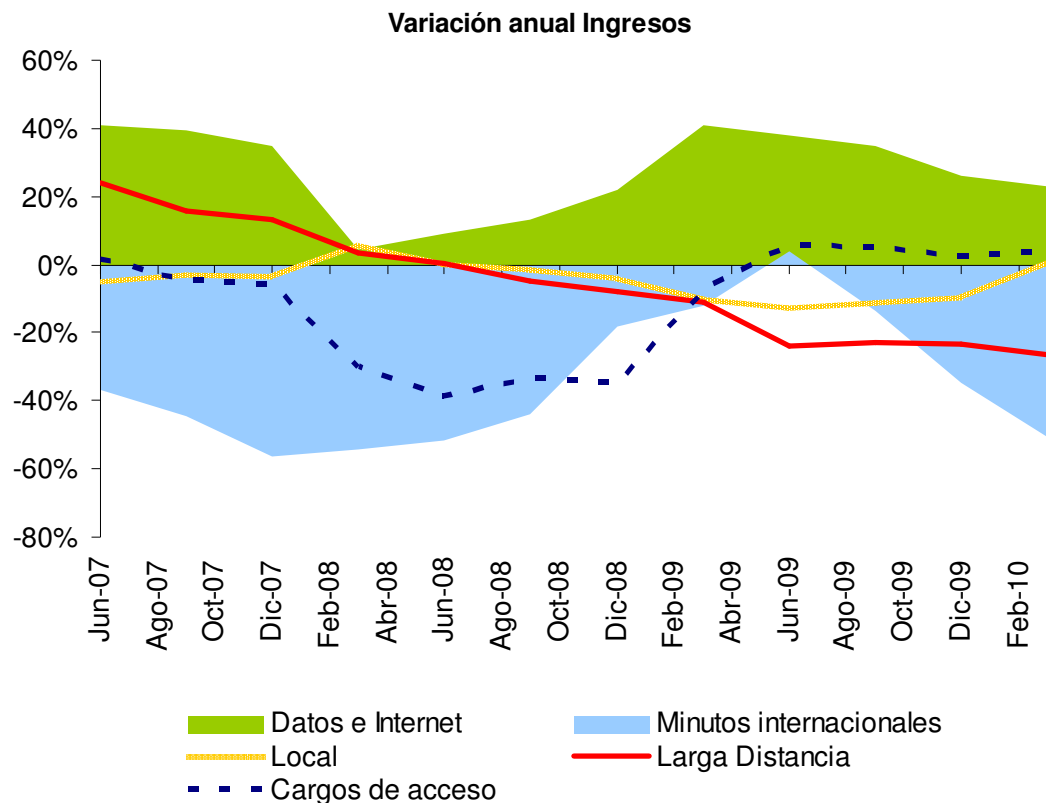


## MARGEN EBITDA SE HA MANTENIDO



•Ha pesar de la contracción en el margen operacional y el margen neto, ETB ha mantenido su margen Ebitda a un promedio de 51%, las depreciaciones han sido importantes para que el margen se mantenga alto, esta han representado en promedio el 17% de los ingresos operacionales.





	TACC 06-09	30/12/2009	30/12/2006
<b>INGRESOS OPERACIONALES</b>	<b>-2.6%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
Local	-5.6%	49.23%	54.19%
Larga Distancia	-7.3%	9.39%	10.90%
Datos e Internet	27.4%	31.53%	14.12%
Cargos de acceso	-14.4%	2.72%	4.02%
Minutos internacionales	-38.4%	3.18%	12.57%
Directorio, facturación, enlaces y otros	-7.1%	3.64%	4.21%
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-1.3%</b>	<b>82.45%</b>	<b>79.29%</b>
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>-7.8%</b>	<b>17.55%</b>	<b>20.71%</b>
<b>INGRESOS NO OPERACIONALES</b>	<b>24.6%</b>	<b>37.37%</b>	<b>17.89%</b>
PENSIONES DE JUBILACION	11.2%	13.55%	9.11%
GASTOS NO OPERACIONALES	2.7%	18.97%	16.21%
Intereses Financieros	56.0%	2.76%	0.67%
<b>UTILIDAD DEL EJERCICIO</b>	<b>3.0%</b>	<b>14.12%</b>	<b>11.95%</b>

• Los ingresos totales de ETB ha tenido un TACC 06-09 del -2.6%, a pesar del fuerte crecimiento en datos e Internet el cual ha sido del 27.4% (TACC 06-09). De hecho este rubro paso de representar el 14.1% en 2006, al 31.5% en 2009.

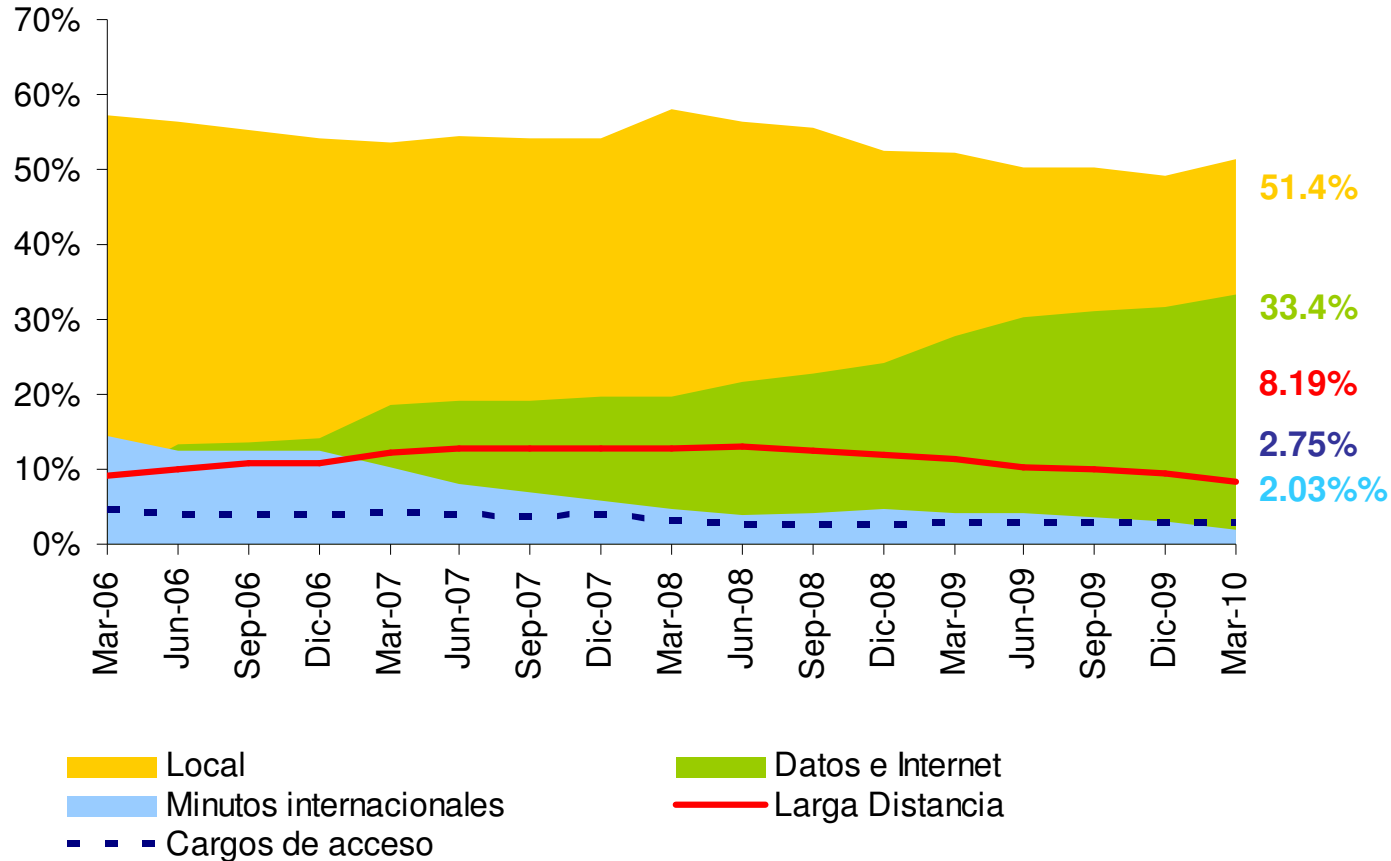
• Por su parte los ingresos por telefonía local disminuyeron su importancia dentro del total de ingresos, ya que en 2006 representaban el 54.19%, y en 2009 el 49.2%.

• La disminución mas fuerte esta en ingresos por minutos internacionales con un TACC 06-09 del -38.4%, este rubro de ingresos paso de representar el 12.5% de los ingresos al 3.18%, a cierre de 2006 las ingresos por este concepto totalizaron 195 mil millones de pesos, mientras que en 2009 esta cifra alcanzó 45 mil millones de pesos.

• Gastos pensiones con un TACC 06-09 del 11.2%, lo cual financieramente deteriora el margen neto de ETB.



Participación Ingresos Totales



• Los ingresos por telefonía local continúan siendo los más importantes para la empresa, aun representan casi el 50% del total, este segmento se mantiene gracias a el cargo fijo. Los ingresos por larga distancia mantienen su participación dentro del total, sin embargo tienen un TACC 06-09 negativo -7.3%.

• Minutos internacionales han perdido el mayor espacio dentro del total de ingresos, la fuerte competencia, al igual que el uso de tecnologías de comunicación vía Internet.





#	ACTIVIDAD	ORIGINAL	ULTIMO	DILATACIÓN	
	<b>PRECALIFICACIÓN PROPONENTES</b>			<b>DIAS</b>	
1	AVISO DE INICIO DEL PROCESO DE PRECALIFICACIÓN	07-Jul-09	07-Jul-09	-	
2	FECHA LIMITE ENTREGA DOCUMENTOS PRECALIFICACIÓN	24-Sep-09	24-Sep-09	-	
	<b>DEBIDA DILIGENCIA</b>			-	
3	APERTURA ETAPA DEBIDA DILIGENCIA	08-Jul-09	08-Jul-09	-	Proceso de indagación del estado financiero, legal, técnico, comercial y contable de la Compañía
4	FINALIZACIÓN ETAPA DEBIDA DILIGENCIA	01-Oct-09	02-Jul-10	274	
	<b>PRESENTACIÓN OFERTAS</b>			<b>0</b>	
5	ENTREGA SOBRES DOCUMENTOS OFERTA	10 DIAS ANTES FECHA AUDIENCIA	10 DIAS ANTES FECHA AUDIENCIA		
6	FECHA AUDIENCIA ETAPA DE CIERRE	16-Oct-09	26-Jul-10	283	
				-	
7	REUNIÓN ASAMBLEA ACCIONISTAS	12-Nov-09	10-Ago-10	271	Considerar: Aumento del capital autorizado, emisión de acciones, aprobación de los términos de los Reglamentos de Emisión y Colocación de Acciones. Decreto del Dividendo Extraordinario. El pago del Dividendo Extraordinario se hará el día que determine la Asamblea de Accionistas.
8	SUSCRIPCIÓN ACUERDO ACCIONISTAS	13-Nov-09	13-Ago-10	273	
9	FECHA CIERRE	09-Dic-09	20-Sep-10	285	
10	<b>OPA</b>	07-Abr-10	03-Ene-11	271	El Inversionista Estratégico, previa autorización de la Superintendencia Financiera, formulará una OPA a un precio por acción por lo menos igual al precio por acción de la emisión de las Acciones Ordinarias y por un número de acciones igual al de las acciones de propiedad de todos los accionistas de la Compañía diferentes del Distrito y del Inversionista Estratégico.

Fuente: ETB, Superfinanciera

- El cronograma de consecución de socio estratégico ha estado minado de adendas que han dilatado el proceso.
- En total han sido 8 adendas, de las cuales 6 han sido relacionadas con el cronograma.
- La adenda 5 realizada el 12 de marzo de 2010 es importante, dado que se redujo el porcentaje mínimo de oferta del 90% al 80%. Esto permite que las ofertas sean por un menor precio.
- En el mes de junio se han colocado 2 adendas que han extendido el cronograma, principalmente por consultas a la súper intendencia de industria y comercio, para que esta entidad adelante los análisis que conduzcan a establecer si existen razones para objetar o no la eventual integración que puede resultar de la suscripción de las Acciones Ordinarias.



## CONCLUSIONES

- ETB necesita urgentemente un socio estratégico, que le brinde capital, tecnología, conocimiento, y la capacidad de integrar servicios que le ayuden a diversificar los ingresos por telefonía fija y larga distancia.
- La carga pensional de ETB es un problema grande que debe ser resuelto, con el fin de mejorar el margen neto.
- Dadas la condiciones adversas que se han presentado a lo largo del proceso de consecución de socio estratégico, donde se destaca el haber disminuido precio base de las ofertas del 90% al 80% (sobre el precio de valoración de la banca de inversión contratada, el cual se sabrá hasta el día de la audiencia), lo cual no es positivo.
- Las continuas extensiones al cronograma han traído volatilidad a la cotización, fundamentadas en que, cualquiera sea el nuevo socio estratégico, éste no tenga problemas de objeción ante la SIC. Con lo anterior se puede esperar que dentro de los interesados estén empresas que ya tienen presencia en el mercado local.
- El pago del dividendo extraordinario puede estar alrededor de \$100 por acción, este será para los actuales accionistas, es decir, no está destinado para las acciones que eventualmente se suscriban. Este dividendo se puede entender como una compensación dentro del proceso, ya que no esperamos que la eventual oferta para convertirse en socio de ETB tenga una prima considerable, dadas las condiciones de ETB explicadas a lo largo de este documento.
- La estrategia se mantiene en un trade enfocado al corto plazo, aprovechando la liquidez de la acción, y el respeto mostrado a los niveles técnicos indicados por el equipo de investigaciones.
- La incertidumbre respecto al número de interesados dentro del proceso, al igual que el eventual precio de oferta, limita cualquier tipo de recomendación de tipo estructural.





La toma de decisiones de inversión mediante el uso de la información y el análisis contenidos en este informe es de exclusiva responsabilidad del inversionista. Ultrabursátiles S.A. no garantiza que este informe esté libre de errores ni garantiza los resultados que puedan ser obtenidos mediante el uso de la información o del análisis suministrados.

Todas las inversiones que se realicen en el mercado pueden generar pérdidas, producto de las fluctuaciones propias del mismo y del cambio en las expectativas de los agentes que participan en él.

Al momento de considerar las opciones de inversión de las que trata el presente informe, el cliente deberá tener en cuenta su perfil de riesgo de acuerdo con las definiciones que se presentan a continuación:

ESTRATEGIA DE INVERSIÓN	OBJETIVOS DE LA INVERSIÓN	PERFIL DEL RIESGO
<b>Conservador</b>	Preservar el capital con un crecimiento moderado.	Tolera un nivel de riesgo bajo. Admite fluctuaciones menores en su capital.
<b>Moderado</b>	Obtener un crecimiento medio del capital a largo plazo.	Tolera un nivel de riesgo medio. Admite pérdidas en su capital.
<b>Dinámico</b>	Obtener un crecimiento alto del capital en operaciones de corto y mediano plazo. Obtener elevadas rentabilidades, mediante la inversión en activos con mayor potencial de crecimiento.	Tolera un nivel alto de riesgo. Admite pérdidas de su capital.





**ULTRABURSATILES S.A.**  
COMISIONISTA DE BOLSA

Informe elaborado por el Área de Investigaciones Económicas de  
Ultrabursátiles S.A.

Susana Gómez (Presidente)

David Aldana (Director Investigaciones Economicas)

Lilian Mora (Analista Activos Internacionales)

Edgar Romero (Analista de Acciones)

Camilo Contreras (Analista Renta Fija)

Cualquier comentario o sugerencia puede dirigirlo a

[investigaciones@ultrabursatiles.com](mailto:investigaciones@ultrabursatiles.com)

