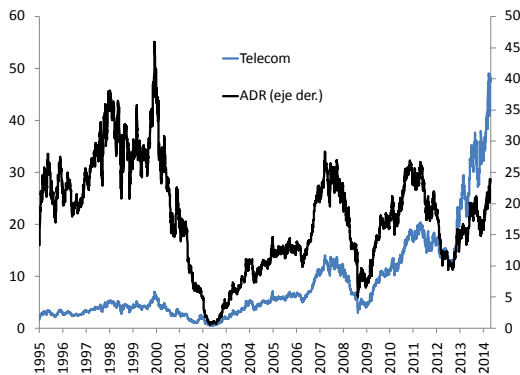


4 de julio de 2014

Telecom Argentina S.A.

En los últimos meses el precio de Telecom Argentina escaló fuertemente, incluso algunos puntos por encima del espectacular desempeño del Merval. La acción subió un 55% en lo que va del año y nada menos que un 220% desde enero de 2013. Aislado el efecto cambiario la suba no pierde esplendor. El ADR en Nueva York trepó un 38% en el año y un 110% desde inicios de 2013. Antes de caer en la tentación de tomar ganancias, vale remarcar que el ADR todavía se ubica un 18% por debajo del pico alcanzado en junio de 2007 y un 14% rezagado en relación a enero de 2011.

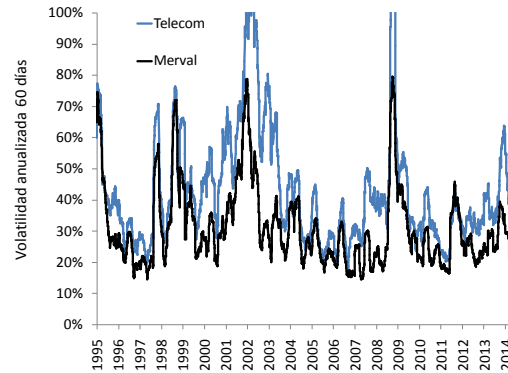


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

En los mercados internacionales, las acciones de compañías de servicios públicos y telecomunicaciones suelen presentar menos volatilidad en relación al resto del mercado. Muestran un *Beta* menor a 1 -oscilaciones de la acción en relación al índice de mercado- por lo que se consideran acciones defensivas. Esto se debe a que son sectores menos sensibles al ciclo económico, con lo cual sus resultados muestran una menor variabilidad. Claro está que no es el caso de las acciones de empresas energéticas en nuestro país. Estas exhiben una enorme volatilidad en torno a la especulación sobre potenciales aumentos de tarifas, sumado a balances que en la mayoría de los casos hacen agua.

Con respecto a Telecom, en el último tiempo mostró niveles de volatilidad en sintonía al índice Merval y muy por debajo de las energéticas. En relación a su *Beta*, se ubicó en torno a 1, con lo cual mostró ser una empresa con riesgo neutro, ni agresiva ni defensiva, para tener en una cartera

local. La buena relación riesgo-rendimiento (mejor performance que el Índice Merval sin mayor volatilidad) en principio es un buen incentivo a mantener la acción en cartera. Obviamente, para dar fundamento a este incentivo debemos esperar buenos resultados y márgenes operativos en el futuro. Para esto, detallemos los últimos balances presentados y algunos múltiplos para contar con mayor información.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

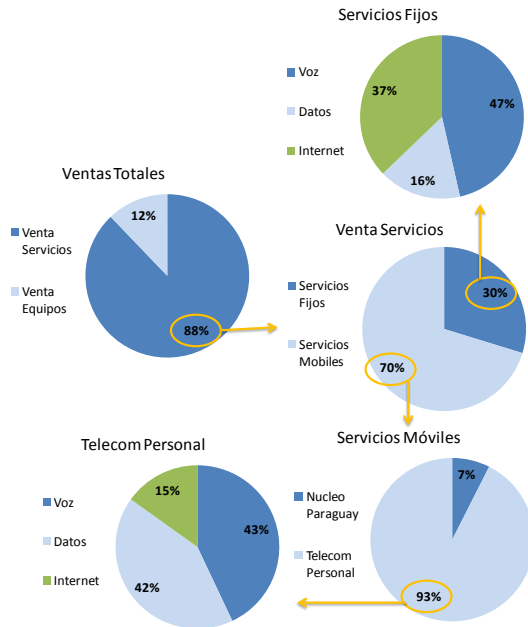
Datos del Balance

Las ventas alcanzaron los \$7.476 millones en el primer trimestre del 2014, un 23% por encima del año anterior. Los costos aumentaron en la misma magnitud, al superar los \$6.099 millones, dejando los resultados operativos en \$1.377 millones. Descontando los resultados financieros y los impuestos, llegamos a un resultado neto de \$906 millones, solamente un 11% por encima del primer trimestre del 2013. Luego de los favorables incrementos en los resultados netos durante 2010 y 2011, desde entonces los mismos sin bien crecieron, lo hicieron por debajo de la inflación. Esto muestra la dificultad de la compañía en mantener los resultados en términos reales.

	2014	2013		2013	2012
	1er trim	1er trim	%		
Ventas totales	7.476	6.073	23%	27.350	22.196
Costos operativos	-6.099	-4.958	23%	-22.832	-18.230
Resultado operativo	1.377	1.115	23%	4.518	3.966
Resultados financieros, netos	-32	135	-124%	528	229
Resultado antes de impuestos	1.345	1.250	8%	5.046	4.195
Impuesto a las ganancias	-439	-437	0%	-1.792	-1.463
Resultado Neto	906	813	11%	3.254	2.732

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Los resultados mencionados mostraron mucha heterogeneidad según los diferentes segmentos de negocios. Veamos en el siguiente esquema como se distribuyen las ventas de la compañía:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del último balance.

El 88% de los ingresos se explican por la venta de servicios, mientras que el resto corresponde a la venta de equipos. De la venta de servicios, el 70% corresponde a los servicios móviles y el resto a los fijos. Empecemos por este último.

Servicios Fijos: Segmento de negocio más castigado en el último tiempo con márgenes en baja. Esto se debe a que la mitad de estos ingresos corresponden a los servicios de voz, los cuales mostraron poco dinamismo dado el congelamiento de tarifas dispuesto por el Gobierno en el 2002. Por otro lado, los ingresos por datos e internet fijos muestran una buena dinámica gracias al crecimiento del parque y las ofertas comerciales para servicios de velocidades más altas.

Servicios Móviles: Explicados casi en su totalidad por Personal. Los servicios de valor agregado, como datos e internet, continúan siendo los segmentos con mayor empuje por encima de los servicios de voz.

Ventas de equipos: Representan el 12% de los ingresos. Luego de un espectacular desempeño en los años previos, en los últimos dos trimestres la suba de costos debido al alza del tipo de cambio y la recesión amenazan los resultados del segmento. Hasta el momento, la caída en los equipos vendidos fue más que compensada por el

incremento de los precios. La caída en el consumo privado y la merma en los salarios reales dificultarán la estrategia de compensar la caída en los volúmenes mediante incrementos de precios.

Considerando todas las unidades de negocio, los márgenes (EBITDA/Ventas) de la compañía han presentado un leve retroceso en los últimos trimestres. Por otro lado, los índices de rentabilidad se mantuvieron estables, el ROA en torno al 13% y el ROE levemente por encima del 25%. Como mencionamos, no todos los segmentos de negocios fueron capaces de incrementar sus ventas en términos reales. Por el lado de los costos, los mismos vienen creciendo levemente por encima de las ventas, presionando sobre los márgenes. El incremento de los costos se explica fundamentalmente por el alza en los costos laborales.

Posición de Caja y Endeudamiento

La posición financiera continúa siendo uno de los puntos fuertes de la compañía. Según los datos del último balance, la deuda neta -deuda financiera menos caja- fue negativa en \$5.080 millones, mostrando una excelente posición de liquidez muy por encima de sus necesidades financieras. En el mismo sentido, la deuda financiera representa solamente el 2% del patrimonio. Si bien los resultados financieros fueron negativos durante el último trimestre (perdidas por diferencias de cambio producto de la devaluación superaron los intereses netos y las utilidades por inversiones financieras), en términos de magnitud son reducidos (\$32 millones). En el mismo sentido, la posición de caja supera las necesidades de inversión, lo que fortalece a la empresa ante un potencial escenario de suba de tasas de interés. En el mismo sentido, la empresa adelanto inversiones para aumentar su stock de productos importados, reduciendo los costos potenciales de una suba del dólar.

Dividendos

La Asamblea resolvió el pago de dividendos en efectivo por \$1.201 millones correspondientes al último ejercicio finalizado el 31 de diciembre. Se decidió el pago en dos cuotas iguales que alcanzan \$0,62 por acción (la primera el 10 de

junio y la segunda durante el mes de septiembre), lo que representa un 2,6% del precio actual.

Múltiplos

Telecom presenta un P/E de 13,5 -tiempo que tardaría un inversor en recuperar la inversión atendiendo a las ganancias de la empresa- levemente por encima de la media del Merval. Por otro lado, el ratio Precio/Valor Libro alcanza el 360% –compara el valor de mercado en relación a su valor patrimonial- ubicando a la empresa entre las menos castigadas del mercado local. En relación a comparables latinoamericanas, los ratios muestran resultados disimiles. El P/E se ubica en niveles similares al promedio de las compañías seleccionadas. Cotiza con un castigo en relación a las empresas de Brasil y Chile, pero con un premio con respecto al resto. Por otro lado, el EV/EBITDA de Telecom alcanza los 2,31. Este indicador hace referencia al valor de la empresa (considerando los fondos propios más la deuda neta financiera) sobre ingresos antes del interés, los impuestos, la depreciación y la amortización. En este caso, cotiza con un fuerte castigo en relación a las comparables. En resumen, si bien Telecom cotiza con cierto retraso producto del riesgo país doméstico, este castigo es menor en relación a otras empresas del Merval.

embargo, los márgenes presentaron una leve caída durante los últimos trimestres y los resultados se incrementaron por debajo de la inflación, dicho de otro modo, las ganancias se reducen –levemente- en términos reales. Estos desafíos se engrandecen al considerar el actual contexto de contracción económica, a pesar de ser un sector menos pro-cíclico en relación a otros.

Una cuestión a seguir de cerca, es que a partir de mayo, la comisión de comunicaciones comenzó a debatir en el Congreso si declara a la telefonía móvil como un Servicio Público. De avanzar el proyecto, los márgenes de la empresa se pueden ver perjudicados en el caso que se implementen controles de precios como en el segmento de servicios fijos.

Juan Battaglia
Economista Jefe

	P/E	EV/EBITDA
 Telecom Arg	13,5	2,31
 Oi	20	5,4
 Telefonica Brasil	13,94	5,06
 TIM Participações	18,35	5,96
 Entel	12,1	5
 Telefonica Chile	-	2,9
 Maxcom Telec.	-	7,5
 Axtel	-	4,87
 ETB	9,66	2,15
 Telefonica del Peru	9	3,71
Promedio	13,84	4,73

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Perspectivas

La acción durante el último tiempo mostró una buena relación riesgo-retorno para el mercado local. Además, presenta ratios de endeudamiento reducidos y una excelente posición de caja, mostrando solidez ante un potencial aumento del tipo de cambio y suba del costo de fondeo. Sin