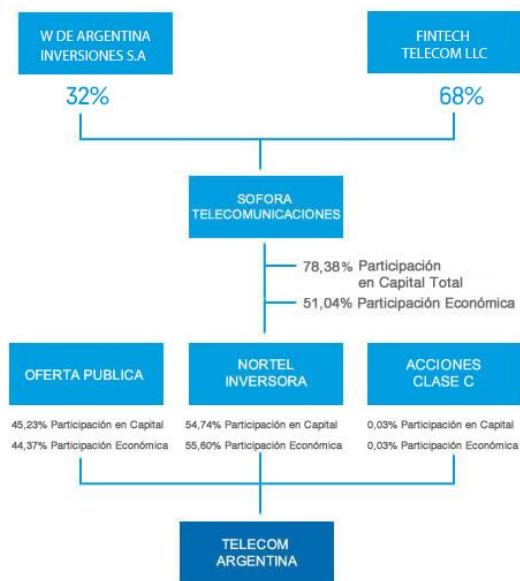


27 de enero de 2017

Telecom Argentina

Durante el 2016 se produjeron importantes cambios en la composición accionaria de Telecom Argentina. En la primera parte del año, Fintech Telecom compró a Telecom Italia su participación en Sofora Telecomunicaciones. A su vez, esta última es titular del 78% del capital de Nortel Inversora, empresa que tiene una participación accionaria equivalente al 54,74% de las acciones ordinarias y derechos de voto en Telecom Argentina. La compleja estructura de capital queda más clara en el siguiente cuadro:



Fuentes: www.telecom.com.ar

El 45% de las acciones de Telecom Argentina flotaban en el mercado hasta hace algunos meses, una parte en Nueva York y otra en Buenos Aires. Más de la mitad de las acciones se encuentran en cartera del Fondo de Garantía y Sustentabilidad del Anses. Con la intención de ampliar su participación, en octubre Fintech llevó a cabo una oferta pública de adquisición (OPA) ofreciendo un precio de U\$3,787 por acción, en sintonía con el valor de mercado a la fecha. Sin embargo, los inversores decidieron en su gran mayoría conservar las acciones y la empresa solamente pudo recomprar un 4% a través de la OPA. El Anses conservó su participación. Con lo cual, luego de la OPA todavía un 40% de las acciones flotan en el mercado.

El dueño de Fintech es David Martinez, un empresario mexicano con importante presencia

en nuestro país. Fue uno de los grandes inversores que adhirió al primer canje de deuda en 2005 y luego expresó públicamente su apoyo al país en el litigio frente a los holdouts. También es socio de Jorge Brito en energías renovables a través de Genneia. En lo que respecta al análisis de Telecom, un dato muy importante es que el mexicano es socio del Grupo Clarín con el 40% de Cablevisión.

Entrando en el terreno de las siempre inciertas especulaciones, una hipotética fusión entre Cablevisión y Telecom Argentina incrementaría la integración vertical de ambas empresas, lo que favorecería las sinergias, la reducción de costos y el poder de mercado. Hoy las dos empresas compiten en telefonía móvil (Personal vs Nextel), banda ancha (Arnet vs Fibertel) y telefonía fija (Telecom vs Fibertel). Como veremos más adelante, el principal desafío de Telecom es aumentar sus márgenes, luego de varios años de compresión de los mismos. Estas potenciales sinergias le dan un fuerte atractivo a la empresa. Nuevamente, son todas especulaciones, dado que no solamente depende de la intensidad de sus socios, sino que además el Ministerio de Comunicación debe dar el visto bueno. El Ministerio de Industria, vía la Secretaria de Comercio, también seguramente deberá dar su aprobación, dado que la fusión restringe claramente la competencia (recordar el regalo K a al grupo Clarín permitiendo la fusión entre Multicanal y Cablevisión).

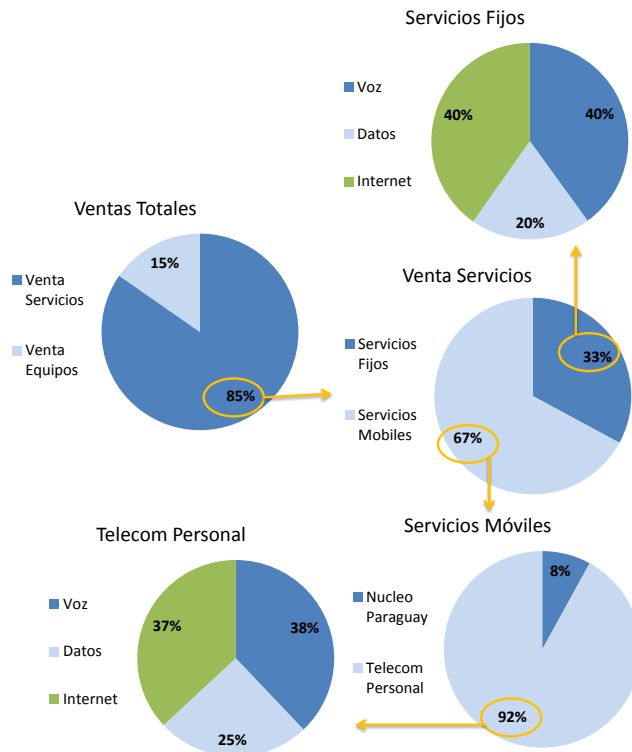
Como se puede ver a continuación, el precio de Telecom en dólares (ADR) se encuentra prácticamente estancado en el último tiempo y varios puntos debajo de sus máximos históricos.



Fuentes: Bloomberg

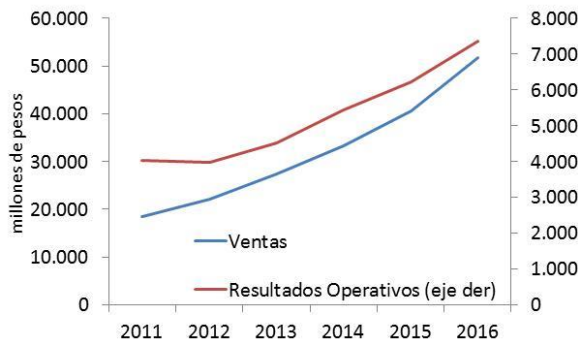
El Balance

Telecom tiene varios segmentos de negocios. Veamos en el siguiente esquema como se distribuyen las ventas de la compañía:



Fuentes: Elaboración propia en base a datos del Balance.

Debido a su actividad, la empresa presenta ingresos y resultados relativamente estables. El sector de telecomunicaciones probablemente sea el menos volátil y cíclico del Merval. A continuación, se advierte como las ventas y los resultados operativos de la compañía crecieron año tras año. Sin embargo, como veremos más adelante, dado el incremento de los costos por encima de los ingresos, en los últimos años los márgenes vienen cayendo.



Fuentes: Elaboración propia en base a datos del Balance. 2016 estimado 4Q.

El 85% 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 67% 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 el 40% de estos ingresos corresponden a los servicios de voz, los cuales mostraron poco dinamismo dado el congelamiento de tarifas dispuesto por el Gobierno anterior. Sin embargo, el nuevo gobierno ya avaló una corrección tarifaria en el 2016 lo que se vio plasmado positivamente en los últimos dos balances.

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 15% de los ingresos. Pasó del espectacular desempeño en los años del boom importador y dólar barato, para aplanarse con las restricciones a las importaciones. En adelante habría que esperar un crecimiento moderado pero más estable y menos discrecional a las medidas políticas.

Un aspecto positivo a destacar es la solvencia financiera de la compañía. La Posición Financiera Neta (deuda financiera menos efectivo y equivalentes) alcanzó los \$7.157 millones. La deuda financiera representa menos del 40% del Ebitda, lo que marca la excelente posición financiera de la firma. En el mismo sentido, el

Ebitda representa 9 veces el gasto en intereses, niveles envidiables por cualquier compañía.

Estado de Resultados Consolidados
(Cifras en millones de pesos)

	30/09/2016	30/09/2015	Δ %
Ventas	38.818	28.590	35,8%
Otros Ingresos	34	15	126,7%
Total Ventas y otros Ingresos	38.852	28.605	35,8%
Costos operativos	(33.329)	(24.146)	38,0%
Utilidad de la explotación	5.523	4.459	23,9%
Resultados financieros, netos	(1.682)	(192)	-
Utilidad ordinaria antes de impuesto a las ganancias	3.841	4.267	-10,0%
Impuesto a las ganancias	(1.346)	(1.489)	-9,6%
Utilidad neta	2.495	2.778	-10,2%
Atribuible a:			
Telecom Argentina (Sociedad Controlante)	2.471	2.757	-10,4%
Accionistas no controlantes	24	21	14,3%
Utilidad de la explotación antes de D&A	10.208	7.664	33,2%
como % de Ventas	26,3%	26,8%	

Fuentes: www.telecom.com.ar

Resumiendo

La acción se mantuvo medianamente estable medida en dólares durante el último tiempo. Los ratios de valuación se ubican no muy lejos de la media, el P/E ronda los 19 y el Precio/Valor Libro el 344%. Sus ventas y resultados son relativamente estables (básicamente por su segmento de negocios) y presenta una destacada solidez y salud financiera. El mercado le dio un fuerte espaldarazo al rechazar la OPA. El gran desafío sin dudas viene por el lado de la mejora de márgenes y de esta forma lograr una mayor rentabilidad. La corrección tarifaria del 2016 permitió mejorar los últimos balances, y todo parece indicar que en adelante los precios de los servicios regulados por lo menos acompañaran la inflación, un gran avance en relación a la política de los últimos años. La potencial fusión con Cablevisión le da un importante condimento extra, sobre todo por las mejoras en términos de costos vía las sinergias entre las dos empresas. En resumen y con paciencia, creo que hay más para ganar que para perder.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe