



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Privatización de Entel en general, caso Telecom en particular, situación al 30 de septiembre de 2000

Masi, Marcelo

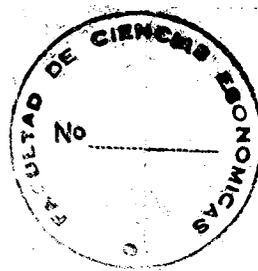
2000

Cita APA: Masi, M. (2000). Privatización de Entel en general, caso Telecom en particular, situación al 30 de septiembre de 2000.

Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires. Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires



Secretaría de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas

017-0010

TRABAJO FINAL

POSGRADO DE ESPECIALIZACION DE ADMINISTRACION FINANCIERA

Col. 1502/0270

CATALOGADO

TEMA: PRIVATIZACION DE ENTEL EN GENERAL - CASO TELECOM EN PARTICULAR - SITUACIÓN AL 30/09/2000

ALUMNO: MARCELO MASI,
REGISTRO: 7424

TUTOR: DR. MARIO HUGO AZULAY

top. N. 02; N. 310
M1
Trab. Posgr.

INDICE

I	Introducción	1
II	Régimen jurídico de la Privatización - Ley 23.696.....	2
	a) Privatización.....	2
	- Iniciativa y compromiso	2
	- Ingeniería jurídica de la privatización	2
	- Instrumentos.....	4
	b) Seguridad Jurídica.....	6
	c) Papel del Estado luego de la privatización.....	8
III	Proceso de privatización del Servicio Publico de Telecomunicaciones.....	10
	- Breve reseña de los principales decretos.....	10
	- Consorcios que se presentaron y sus cotizaciones.....	11
	- Adjudicatarios de cada zona.....	13
IV	Caso Telecom Argentina.....	14
	1.- La compañía.....	14
	2.- Análisis de Balance.....	16
	2.1.- Análisis de los principales Rubros Patrimoniales.....	16
	2.2.- Análisis de los Estados de Resultado.....	19
	2.3.- Ratios e indicadores mas importantes.....	22
	2.4.- Otros indicadores relevantes.....	24
	3.- Análisis Bursátil.....	30
	3.1.- Evolución de sus acciones. Tasa de rentabilidad de Mercado..	30
	3.2.- Comparación con evolución de Telefónica de Argentina.....	31
	3.3.- Comparación con evolución del Merval.....	33
	3.4.- Variación acumulada en la capitalización bursátil TECO, TEAR y Merval.....	34
	3.5.- Obtención y análisis de los principales índices.....	34
	3.6.- Comparación de los principales ratios con otras empresas telefónicas a nivel mundial.....	38
	4.- Análisis Financiero.....	40
	4.1.- Flujo de fondos de cada periodo.....	40
	4.2.- Flujo de fondos de la estructura de financiamiento.....	40
	4.3.- Flujo de fondos del accionista.....	41
	4.4.- Calculo de la TIR y el VAN. Diferentes hipótesis.....	43
	5.- Conclusión Final.....	46
	Cuadros.....	54
	Anexos.....	69

I) INTRODUCCION

ENTel fue una empresa del Estado, sujeta al régimen de la Ley 13.653 y sus modificatorias. Fue la prestadora del 90% del servicio de telefonía en la Argentina compartiendo el mercado con la Compañía Argentina de Teléfonos, que prestaba servicios en seis provincias.

La Ley 23.696 declaró a esta empresa sujeta a privatización. Para ello se dividió la prestación del servicio básico en dos zonas: norte y sur, y se otorgaron licencias a dos sociedades para su prestación. A su vez se crearon dos empresas denominadas "Sociedades Prestadoras de Servicio Internacional" (SPSI) y "Sociedad Prestadora de Servicio en Competencia" (SPSC), cuyas acciones se dividían en partes iguales las licenciatarias del servicio básico.

A raíz del concurso público, Telecom Argentina S.A. y Telefónica de Argentina S.A. obtuvieron las licencias para la prestación del servicio básico telefónico y fueron propietarias en forma conjunta y por partes iguales de Telintar S.A. (servicios internacionales), Startel S.A. (servicio en competencia) y Movistar S.A. (prestadora de servicio de radiocomunicaciones móviles en la Banda A en área AMBA extendida).

Por decreto 663/92 se llamó a concurso público internacional para la explotación del Servicio de Telefonía Móvil (STM) en las dos áreas de explotación en que se dividió el país (res. MEyOSP 575/93 y decreto 1461/93).

Resultaron adjudicatarios de las licencias para operar el servicio en el mencionado concurso público, CTI (Compañía de Teléfonos del Interior S.A.) en el área de explotación III y CTI Norte en el área de explotación I.

El marco regulatorio del sector de las telecomunicaciones está conformado, a partir de su privatización, sustancialmente por los decretos 731/89, 62/90, que aprobó los pliegos de condiciones del servicio básico telefónico, los contratos de transferencia y las licencias, juntamente con la ley nacional de telecomunicaciones. Posteriormente, este decreto es modificado y el órgano de control del servicio es ejercido por la Comisión Nacional de Comunicaciones, dependiente de la Secretaría de Comunicaciones de la Nación (Decretos 660/96, 952/96 y 1260/96).

II) REGIMEN JURIDICO DE LA PRIVATIZACION LEY 23.696

A) PRIVATIZACION

La privatización en sentido amplio, prevista por la Ley 23.696 de reforma del Estado, contenía un plan basado en la recuperación del riesgo empresario, el derecho a la iniciativa privada y el estímulo a la inversión privada.

INICIATIVA Y COMPROMISO

Para que la reforma del Estado se consolidara en acto, debían confluír dos vertientes: el gobierno, que toma la decisión política, fija las prioridades, establece el procedimiento, determina los sectores y posteriormente ejerce la fiscalización y el control; y los particulares, que presentan sus iniciativas en áreas o actividades con el objeto de orientar la inversión hacia determinados sectores.

La iniciativa privada, la participación comprometida del capital privado, se ejerce, desarrolla y garantiza dentro del ámbito de la libertad de mercado, limitada por el bien común y la dirección general de la economía que debe quedar en manos del Estado. En principio, la iniciativa privada genera competencia y limita el monopolio.

INGENIERIA JURIDICA DE LA PRIVATIZACION

La decisión política de transformación y reforma debía encontrar sus fundamentos en lo jurídico.

Los males que afectaban a la Administración Pública se trasladaban, sin lugar a dudas, a toda la sociedad. Para terminar con ellos se propuso, con el respaldo de todo el cuerpo social, un cambio estructural del Estado.

En consecuencia, el primer paso -firme y consensuado- fue la sanción de la ley 23.696 de Reforma del Estado y reestructuración de Empresas públicas.

Fue necesario tener un cuerpo legal aprobado por los representantes del pueblo. Era el inicio de la marcha hacia la transformación del Estado, el instrumento jurídico fundamental e imprescindible para comenzar a ejecutar la reforma del Estado.

No bastaba con conocer la emergencia administrativa, debía manifestarse el Estado, por boca del legislador, declarándola taxativamente.

La ley declaraba en Estado de Emergencia la situación económico financiera de la Administración Pública nacional centralizada y descentralizada, entidades autárquicas, empresas del Estado, sociedades del Estado, sociedades anónimas con participación mayoritaria del Estado, sociedades de economía mixta, servicios de cuentas especiales, obras sociales del sector publican, bancos y entidades financieras oficiales, nacionales y/o municipales y todo otro ente en el que el Estado nacional o sus organismos descentralizados tengan participación total o mayoritaria de capital o en la formación de las decisiones societarias.

La misma contenía un plan de reforma del Estado basado en la recuperación del riesgo empresario, el derecho a la iniciativa privada, la desarticulación de la burocracia estatal, el fin de los avales estatales, el estímulo a la inversión privada, la revalorización del

trabajo, la eliminación del privilegio, la participación de los trabajadores de las empresas privatizadas en los programas de propiedad participada. En definitiva: una nueva cultura de trabajo.

Además disponía expresamente "que en todos los casos se asegurará la máxima transparencia y publicidad, estimulando la concurrencia de la mayor cantidad posible de interesados"

La ley 23.696 contenía:

- a. Racionalización del sector público empresario: como primera medida de aproximación y transformación estatal se disponía la intervención a todos los organismos, empresas y sociedades estatales por un plazo determinado con el objeto de contribuir a su reorganización, reestructuración y/o transformación; la privatización de las empresas, en los casos que así lo disponga el Congreso Nacional, y la modificación del status jurídico de las empresas que continúen en propiedad estatal.
- b. Implementación del Programa de Propiedad Participada: por este sistema podrían ser sujetos adquirentes de todo o parte del capital accionario de las empresas, sociedades, establecimientos o haciendas productivas declaradas "sujetas a privatización"; 1. Los empleados del ente a privatizar de todas las jerarquías que tengan relación de dependencia. No podrían ser sujeto adquirente el personal eventual, ni el contratado, ni los funcionarios y asesores designados en representación del gobierno o sus dependencia; 2. Los usuarios titulares del servicio prestado por el ente a privatizar y; 3. Los productores de materias primas cuya industrialización constituye la actividad del ente a privatizar.
- c. Reordenamiento de los Contratos Estatales: El Poder Ejecutivo nacional estaba autorizado a proceder a la rescisión o, en su caso, a la renegociación de todos los contratos del sector público, a raíz de las graves distorsiones provocadas por la situación económico - financiera.
- d. Protección del empleo y de la situación laboral del trabajador: Durante los procesos de privatización el trabajador estaba amparado por todas las instituciones legales, convencionales y administrativas del derecho del trabajador. Las transferencias del personal estatal al sector privado se hacen con garantías de estabilidad y continuidad en el empleo.
- e. Suspensión de la ejecución de las sentencias y laudos arbitrales: Los fallos que condenaban al pago de una suma de dinero, dictados contra el Estado Nacional y los entes de la Administración Pública nacional centralizada y descentralizada, quedaban en suspenso de aplicación por él término de dos años. Estaban exceptuados de tal suspensión: el cobro de indemnizaciones por expropiación, el cobro de créditos laborales o nacidos con motivo de la relación de empleo público, la repetición de tributos, las acciones de amparo, las jubilaciones y pensiones, entre otros.
- f. Plan de emergencia de empleo: Se implementaba por parte del Ejecutivo Nacional un plan que consiste en la afectación de fondos para encarar obras públicas de mano de obra intensiva, que sustituya cualquier tipo de trabajo por medios mecánicos, fijándose para ello valores de contratación y plazo de ejecución.
- g. Programa legal de privatizaciones: El programa de privatizaciones constituía un aspecto trascendente de la ley aun cuando sea solo un medio o instrumento de la reforma del

Estado. La ley 23.696 disponía que corresponde al Poder Ejecutivo Nacional declarar una empresa estatal "sujeta a privatización", esta declaración debía, en todos los casos, ser aprobada por ley del Congreso Nacional. El término privatización, empleado en la ley, debe entenderse en su alcance amplio. Abarcaba no sólo la privatización en sí misma como una de las herramientas para el cambio, sino que comprendía las otras herramientas para la transformación, concesión total o parcial, licencia, venta, etc.. Privatización es un concepto genérico que implica la transferencia o devolución de la responsabilidad y/o gestión de una actividad del sector público al sector privado. Tomada la decisión legislativa de declarar a una empresa comprendida dentro del programa de reestructuración legal, el Poder Ejecutivo debía, precisamente ejecutar la ley, a través del decreto-plan que establecía las alternativas, las modalidades y los procedimientos de cada privatización en concreto. La reforma del Estado fue encarada, entonces, conforme a la planificación establecida por la ley 23.696 que indicaba el proceso idóneo, determinaba los medios óptimos y fijaba las herramientas o instrumentos adecuados para llevarlas a cabo. La ley especificaba el plan, reglaba la conducta que imperativamente debía llevar adelante el Poder ejecutivo como administrador, pero que facultativa y optativamente puede encarar la sociedad desde la conducción legislativa.

INSTRUMENTOS

Los instrumentos contemplados en la ley 23.696 como medios para llevar a cabo la reforma del Estado son:

- a. Privatización: El instrumento de la privatización está destinado a estimular la iniciativa privada. El art. 11 de la ley 23.696 es medular para comprender esta implementación. Así leemos: "Facúltese al Poder Ejecutivo Nacional para proceder a la privatización total o parcial... de servicios, prestaciones u obras cuya gestión actual se encuentre a su cargo, o a la liquidación de empresas, sociedades o establecimientos o haciendas productivas, cuya propiedad pertenezca total o parcialmente al Estado Nacional, que hayan sido declaradas sujetas a privatización...". Privatizar es también desburocratizar. Desburocratizar es lograr que la comunidad empresaria genere los proyectos, analice su rentabilidad, decida la inversión de capitales de riesgo. Así es posible la presencia de inversores argentinos y también de inversores extranjeros. El Estado decide y controla, ese es su campo de intermediación entre los distintos sectores sociales. Las privatizaciones pueden materializarse por la venta de activos y también por la venta de acciones. La venta de activos de las empresas puede hacerse en forma total o parcial, es decir como unidad o en forma separada, constituyendo unidades económicamente operables. La venta total implica la disolución del ente o empresa. La venta de acciones, o cuota parte de capital social, puede ser total o parcial y a uno o más adquirentes. Como principio general se prefiere la venta total. En caso de venta parcial, que implique la subsistencia del Estado como accionista aquélla debe ser de aplicación restrictiva y fundarse en razones de conveniencia comprobada, teniendo en cuenta la actividad desarrollada por el ente, empresa o sociedad.
- b. Concesión por iniciativa estatal: La misma está contemplada también en el art. 11 de la ley cuando se refiere a: "...concesión total o parcial de servicios, prestaciones u obras

cuya gestión actual encuentre ... a cargo del Estado". Para puntualizar el alcance del término concesión, entendemos por ella el traspaso de los poderes propios del concedente (Administración) al concesionario (particular). Son los casos de concesiones de servicio público y de obra pública. La Administración transmite un derecho o el ejercicio del mismo. El servicio concedido no lo presta la Administración, sino el particular concesionario. En la concesión de obra pública su construcción y explotación no son realizadas por la Administración sino por el concesionario. Así pues, se deduce que existen dos modalidades de concesión en el sentido que nos ocupa, la primera referida a la concesión de servicio público, que es un contrato por el que el Estado encomienda a una persona física o jurídica, privada o pública, la organización y el funcionamiento de un servicio público por un determinado lapso. Esta persona, concesionario, actúa por su propia costa y riesgo, y la labor se retribuye con el precio pagado por los usuarios. La segunda, referida a la concesión de obras públicas, que es un sistema de contratación particularizado por la modalidad del pago del precio. La concesión implica una intervención directa del concesionario en la explotación de la obra pública; es un modelo de ejecución de la obra por el que el Administrador contrata a una empresa para la realización del trabajo, a la que no se le paga un precio por ella, sino que se le remunera otorgándole durante un plazo la explotación de la obra que construya.

- c. Concesión por iniciativa privada: Dentro del marco de la reforma del Estado, los particulares pueden, por iniciativa privada, solicitar la concesión de una obra determinada declarada, por autoridad competente, de interés público. El Estado, en este supuesto, puede optar por el llamado a licitación pública o a concurso de proyectos integrales. En este caso compiten quienes tengan la iniciativa y quienes se presenten como consecuencia del llamado a concurso.
- d. Licencia y permiso: El Poder Ejecutivo, a través de la autoridad de aplicación, puede otorgar permisos y licencias para la explotación de los servicios públicos. Al igual que en las concesiones, los permisos y licencias para la explotación de los servicios públicos que se otorgan, como consecuencia de un procedimiento de privatización, deben contemplar:
 - 1) Los servicios específicamente incluidos, discriminando aquéllos cuya explotación se conceda bajo el régimen de exclusividad, de los que se concedan en un régimen de competencia;
 - 2) El plazo por el cual se otorga debe ser compatible con una eficiente explotación del servicio, una adecuada amortización de las inversiones que se llevan a cabo y una razonable rentabilidad, pudiéndose convenir su prorrogación, así como las modalidades de hacerla efectiva;
 - 3) El ámbito geográfico comprendido;
 - 4) Las obligaciones que, según el caso, se le impongan a la permissionaria o licenciataria, tanto las referidas al pago de un canon, como a la calidad y extensión del servicio o la modernización de los medios materiales y técnicos afectados a la prestación del mismo;

- 5) Los derechos comprendidos en el permiso o la licencia, incluyendo aquellas disposiciones que pudieran importar el ejercicio por parte del permisionario o licenciatario de acciones o derechos contra terceros;
 - 6) El régimen tarifario, especificando los conceptos que la tarifa debe cubrir, incluyendo la rentabilidad adecuada a la inversión realizada;
 - 7) El régimen sancionario aplicable; y
 - 8) La información técnica y económico - financiera que el permisionario o licenciatario deba suministrar o tener a disposición de la autoridad de control del servicio.
- e. Provincialización: la ley ha previsto la transferencia a jurisdicción provincial, mediante convenios, de redes de distribución de gas, servicios sanitarios, rutas nacionales de interés provincial, por ejemplo los acuerdo con las empresas Gas del Estado, Obras Sanitarias de la Nación y Vialidad nacional. Además, estipula el reordenamiento institucional empresario en empresas federativas, como la de combustible y energía.
 - f. Municipalización: En el reordenamiento o reestructuración estatal empresario, la ley dispone expresamente la creación de un ente tripartito en materia de servicios sanitarios integrado por la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires, el Gobierno de la Provincia de Buenos Aires y Obras Sanitarias de la Nación
 - g. Cooperativización: La ley 23.696 otorga preferencias para la adquisición de las empresas, sociedades, establecimientos o haciendas productivas declaradas sujetas a privatización a: 1. Los empleados del ente a privatizar, de cualquier jerarquía, con relación de dependencia, organizados o que se organicen en cooperativas, 2. Los usuarios titulares de servicios prestados por el ente a privatizar organizados o que se organicen en cooperativas, y 3. Los productores de materias primas cuya industrialización o elaboración constituya la actividad del ente a privatizar, organizados o que se organicen en cooperativas.
 - h. Programa de Propiedad Participada: Este programa posibilita el acceso a los trabajadores a la propiedad total o parcial de sus fuentes de trabajo, a través de mecanismos normales de la legislatura societaria, no es una cooperativa, ni cogestión, ni participación en las ganancias; sino un método específicamente diseñado para organizar colectivamente al acceso de los trabajadores a la participación individual en la propiedad normal de una sociedad.
 - i. Locación: otro instrumento contemplado en la ley, como herramienta para la reestructuración de las empresas del Estado, es la locación, que puede ser opción a comprar o no. En el primer caso se establece previamente el precio de venta, el que puede tener carácter provisional al ajustarse en mas o en menos, según resulte de las auditorias o inventarios.
 - j. Administración: Este instrumento también puede ser con o sin opción a compra, por un plan determinado, estableciéndose previamente el precio de venta.
- Su enumeración no es taxativa sino enunciativa y pueden ser utilizados individualmente o combinados entre ellos.

B) SEGURIDAD JURIDICA

La seguridad jurídica del proceso privatizador es la piedra angular que lo hace posible. Sobre ella se cimienta la confianza pública imprescindible para que los cambios no provoquen un desequilibrio en los derechos y obligaciones de contratistas, usuarios e inversores.

La decisión política que supone llevar adelante un proceso de privatización, implica modificar los principios sobre los que se ha estructurado el Estado intervencionista.

De allí que se pueda afirmar que las privatizaciones, en el marco de la reforma del Estado, tienen un doble carácter: programático y pragmático; programático porque el enfoque filosófico político de los fines del Estado es distinto, pues se busca mayor libertad y un marco de profundo cambio de política con un modelo distinto de Estado y de sociedad, de allí que la privatización conforme un sistema; pragmático, por que se implementa como mecanismo técnico para cada privatización, es decir para cada caso, con el propósito de lograr una mayor eficiencia en la prestación del servicio público y en la producción industrial de que se trate.

a) Privatización como sistema

La privatización como sistema procura lograr una nueva forma de Estado "posible". La privatización es un sistema por que no es una propuesta meramente operativa del Estado. Es un sistema porque tiene principios, normas y reglas que hacen a la autonomía de su propia identificación y medios para poder desenvolverse. En otras palabras, es el conjunto de elementos dependientes entre sí, racionalmente constituido. Son componentes interrelacionados. La falta de relación o racionalización hace que la organización sea sistemática. El sistema de privatización prospera en una organización política democrática, que procura la libertad participativa y la descentralización del poder y donde existen mercado y Estado, competencia y control, libertad y solidaridad. La privatización debe empezar por los núcleos centrales de la estructura del Estado, de allí que deba ser estructural. En este orden, también debe ser eficiente, mas allá de lo que se privatiza sea deficitario o rentable. La privatización no es una opción entre lo deficitario o rentable. El Estado está obligado a prestar, aun bajo déficit, los servicios si son intransferibles.

Por último la privatización implica un procedimiento político por medio de la sanción de la ley que establece las pautas directrices de la misma; un procedimiento administrativo, mediante el dictado de los decretos planes básicos, aprobación de pliegos y condiciones y contratos, que concurren a conformar el marco regulatorio, y un procedimiento de control que, por una parte, lo concreta el Poder Legislativo a través de la comisión mixta de reforma del Estado y Seguimiento de las Privatizaciones y de la Auditoria de la nación y, por otra, lo ejerce el Poder Judicial a través de su control de legalidad. Por ello podemos caracterizar a la privatización como un sistema, puesto que reconoce un procedimiento, con un objeto específico y un fin determinado, prefijado en normas que lo regulan.

b) Privatización como caos

En las privatizaciones argentinas, partiendo desde la entrada en vigencia de la ley 23.696, podemos distinguir dos momentos: uno, el del periodo comprendido entre 1989 hasta el año 1991, que podríamos denominar como la etapa fundante, y otro que podríamos llamar continuador, desde 1992 hasta la actualidad. Estos periodos, que si bien desde el

punto de vista filosófico - político no pueden distinguirse, reconocen en sus génesis distintas características que derivan fundamentalmente de que el primer caso se trataba no solo de establecer la idea privatización, sino de hacerla operativa en ámbitos naturales resistentes al cambio. En el segundo, ya consolidado el proceso privatizador, se verifican menos vacilaciones y se concretan privatizaciones en sectores muy importantes de la economía.

En la etapa fundante, la ley 23.696 y el decreto reglamentario 1105/89 sentaron las bases jurídicas para el proceso de reforma del Estado, implantaron el sistema de privatización y las pautas generales a seguir, lo que permitió comenzar rápidamente con el proceso de reconversión de la estructura estatal.

Así, las empresas como ENTel, en menos de un año y medio pasaron al ámbito privado.

C) PAPEL DEL ESTADO LUEGO DE LA PRIVATIZACION

En la medida en que el Estado va delegando en los particulares la prestación de los servicios públicos y actividades económicas, comerciales e industriales, su protagonismo debe orientarse a otras tareas que hacen a su propia razón de ser con nuevas misiones y funciones.

Las nuevas misiones del Estado, fruto de las privatizaciones de las empresas públicas, lo obliga a cumplir un particular papel con el propósito de preservar el equilibrio en la relación entre el usuario y los actuales prestadores de los servicios. Por tal razón, en esta materia el Estado debe actuar como administrador, servidor, fiscalizador, garantizador y regulador.

a) Estado Administrador

El Estado Administrador es el que ejecuta directa o indirectamente y deja ejecutar prestaciones y servicios públicos. Es el que ejerce por sí o a través de organizaciones sociales, asociaciones intermedias o sujetos privados, la función administrativa, entendida como actividad de gestión y servicio encaminada hacia la finalidad del bienestar general. Esta función la cumple la Administración Pública estatal y no estatal para materializar los cometidos que le imponen el orden político y que se expresan a través del ordenamiento jurídico.

El Estado administrador debe institucionalizar una estructura administrativa descentralizada, pública estatal y no estatal para asegurar prestaciones y servicios eficientes y justos.

b) Estado Servidor

El Estado es servidor público, porque está al servicio de su mandante, el pueblo. Por ello, debe cuidar los intereses de la sociedad satisfaciendo sus necesidades. Es Estado sirve al público, atiende al ciudadano. El Estado presta el servicio público.

Los servicios que determinan los niveles de calidad de vida, como por ejemplo las comunicaciones, deben ser compartidos o participados entre Estado, individuo y comunidad (arts. 42, 75, inc. 18 y 19, Constitución Nacional).

c) Estado Fiscalizador

El poder se manifiesta a través de dos funciones esenciales: gobierno y control. La función de control es co-existencial al Estado. Controlar no es reducir los derechos, sino compatibilizarlos y armonizarlos para la convivencia social. Por ello, el Estado tiene el poder de control al requerirle la sociedad mecanismos de fiscalización como modo de protección de derechos. No existe Estado democrático de derecho sin control. No existe libertad sin control de ejercicio del derecho de los demás para una adecuación justa y de equilibrio entre las libertades.

El Estado fiscalizador tiene el deber indelegable de garantizar el ejercicio de los derechos a uno y a otros.

d) Estado Garantizador

El Estado es garante subsidiario, excepcional y solidario. El Estado es la "reserva" y garantía "de relevo" de la comunidad. Es su fiador. Por ello, el Estado puede y debe intervenir substitutivamente en forma coyuntural.

El ciudadano debe tener la seguridad de que el protagonismo es individual y social, por que el Estado interviene por sustitución sólo cuando los particulares no cumplan con suficiencia los cometidos encaminados al bien común.

e) Estado Regulador

La privatización de los servicios públicos hace surgir la necesidad de una normativa que regule los derechos y obligaciones de los protagonistas del servicio: los prestadores y los usuarios.

El área de los servicios públicos es el espacio donde más se hace sentir la cotidiana influencia reguladora del Estado.

III) PROCESO DE PRIVATIZACION DEL SERVICIO PUBLICO DE TELECOMUNICACIONES

BREVE RESEÑA DE LOS PRINCIPALES DECRETOS

El marco jurídico de la privatización nace de lo prescripto por la ley 23.696, donde en su anexo I menciona que resulta necesario dictar las normas reglamentarias a las que se ajustará la privatización de ENTel. El 12 de septiembre de 1989, el presidente de la Nación firma el Decreto 731/89 (B.O. 14/9/89) el cual se refiere a las normas reglamentarias a que se ajustara la privatización de ENTel, que a fin de dar transparencia a su privatización, la misma se realizará a través de un concurso público internacional, dando un plazo hasta el 10 de diciembre de 1989 para la aprobación del pliego al Poder Ejecutivo Nacional e informando que la prestación del servicio básico telefónico se llevará a cabo sobre la base de la adjudicación parcial o total de las acciones de dos sociedades anónimas, a las que se les otorgara licencia para la prestación del servicio telefónico básico en sendas regiones. Una serie de decretos marcan el nacimiento de estas dos nuevas empresas, siendo los referentes a la creación de Telecom Argentina S.A., los siguientes:

- Decreto 60/90

Dictado el 05/01/90 (B.O., 12/01/90), se refiere a la creación de la Sociedad Licenciataria Norte y la Sociedad Licenciataria Sur.

- Decreto 62/90

Dictado el 05/01/90 (B.O., 12/01/90), se refiere al llamado a concurso publico internacional con base para la privatización de las prestaciones del servicio público de telecomunicaciones. Aprueba el pliego de bases y condiciones.

- Decreto 420/90

Dictado el 28/02/90 (B.O., 13/3/90), establece el valor del 60% de las acciones a transferir. Modifica plazos del pliego.

- Decreto 973/90

Dictado el 23/05/90 (B.O., 24/5/90), compatibiliza disposiciones del decreto 1651/87. Referentes a cooperativas, con las de los decretos 731/89 y 62/90 y sus modificatorios.

- Decreto 1230/90

Dictado el 28/6/90 (B.O., 27/7/90), adjudica las acciones correspondientes a la sociedad Licenciataria Norte.

- Decreto 2096/90

Dictado el 4/10/90 (B.O., 8/10/90), se refiere a la sociedad licenciataria Norte. Incumplimiento de los adjudicatarios declarados por decreto 1230/90. Nueva adjudicación.

- Decreto 2347/90

Dictado el 8/11/90 (B.O., 7/1/91), otorga la licencia a la sociedad licenciataria Norte, permitiéndole prestar servicios públicos de telecomunicaciones a su cargo.

- Decreto 778/91

Dictado el 19/4/91 (B.O., 9/5/91), dispone la venta por ofrecimiento público de acciones ordinarias de las sociedades "Telefónica de Argentina S.A." y "Telecom Argentina Stet/France Telecom S.A."

CONSORCIOS QUE SE PRESENTARON Y SUS COTIZACIONES

El 25 de junio de 1990 a las 11.00 hs. Se abrieron los sobres para las privatizaciones de ENTel en dependencias del Ministerio de Obras y Servicios Públicos.

Sobre el salón Pedro Mendiondo estaban los tres sobres que contenían las propuestas de Telefónicas de España, Bell Atlantic y el consorcio Stet (Italia) y France Cable & Radio (Francia). En ese orden se abrieron las ofertas por el 60% de ENTel. Del 40% restante, 10% fueron destinados al Programa de Participación Privada (P.P.P.) para los trabajadores, 5% para las cooperativas, mientras que el 25% restante se ofreció al público a través del Mercado de Capitales. Los valores ofertados fueron:

a) Zona Norte

☐ Telefónica de España

100		Millones de dólares en efectivo
458		Millones de dólares por intereses devengados
1.850		Millones de dólares en títulos de deuda externa
Total	2.408	Millones de dólares

☐ Bell Atlantic

100		Millones de dólares en efectivo
371		Millones de dólares por intereses devengados
1.857		Millones de dólares en títulos de deuda externa
Total	2.328	Millones de dólares

☐ STET - France Radio

100		Millones de dólares en efectivo
389		Millones de dólares por intereses devengados
1.751		Millones de dólares en títulos de deuda externa
Total	2.240	Millones de dólares

b) Zona Sur

□ Telefónica de España

114	Millones de dólares en efectivo
458	Millones de dólares por intereses devengados
2.180	Millones de dólares en títulos de deuda externa
Total 2.752	Millones de dólares

□ Bell Atlantic

No presento cotización

□ STET - France Radio

114	Millones de dólares en efectivo
389	Millones de dólares por intereses devengados
1.944	Millones de dólares en títulos de deuda externa
Total 2.447	Millones de dólares

Todas las propuestas incluyeron según requerimiento de pliegos, la firma de documentos por 380 millones de dólares más -que no están contabilizados en los precios oficializados- y que se pagaron en seis años.

En primera instancia Telefónica de España realizó la mejor cotización en ambas zonas, pero de acuerdo en el mecanismo previsto en el pliego, el consorcio Bell mejoró su oferta por la zona Norte a 2.309 millones de dólares en títulos de la deuda externa y se quedó con esta zona.

Si se tenía en cuenta que en esos momentos los títulos de la deuda externa se cotizaban en el mercado entre el 13 y el 15% de su valor, la oferta real -por títulos e intereses- de telefónica fue de 467,7 millones de dólares para el regional sur, mientras que la zona norte, con igual criterio, fue de 400 millones de dólares. Sin embargo los consorcios que participaron en la venta de ENTel se conformaron con entidades financieras poseedoras de títulos. Esto hace suponer que los consorcios no debieron acudir al mercado secundario para hacerse de títulos.

Veamos como era el parque telefónico existente y lo que debían cumplir las operadoras para el futuro:

Zona Norte	Líneas Actuales	Nuevas Líneas 1993	Nuevas Líneas 1996	Total 1996
El 5,8% de la Pcia de Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Entre Ríos, Formosa, Jujuy, La Rioja, Misiones, Santa Fe, Santiago del Estero, Tucumán y AMBA Norte	1.576.000	332.620	609.500	2.245.500

Zona Sur	Líneas Actuales	Nuevas Líneas 1993	Nuevas Líneas 1996	Total 1996
El 94,2% de la Pcia. De Buenos Aires, Chubut, La Pampa, Mendoza, Neuquen, Río Negro, San Juan. San Luis, Santa Cruz, Tierra del Fuego y AMBA Sur	1.531.000	334.030	623.620	2.154.620

De un modo general podemos decir que el valor que se obtuvo por los títulos de la deuda externa, como máximo fue de 750 millones de dólares. Vale decir que la operación de la privatización de ENTel fue la mayor operación de canje de deuda externa del mundo a ese momento. Recordemos que hasta 72 horas antes de la apertura de los sobres, los holding interesados en la compra de ENTel, pidieron que en los montos de la deuda externa se incluyese el cómputo de los intereses devengados por los compromisos impagos. Vale decir que si se incluían los intereses el mínimo pasaba a ser de 4.200 y no de 3.500 millones de dólares, lo que equivale a decir en un total para ambas zonas de 700 millones de dólares menos.

A su vez si analizamos el valor que se pago por línea en servicio (sin tener en cuenta las que se le otorgaron a las empresas del plan Megatel, que alcanzaron alrededor de 450.000), llegaron a un valor menor a los 800 dólares por línea, la mitad de lo que se pagó en la Telefónica de México (1.600 dólares por línea) que fue la que siguió el valor pagado a la Argentina.

En ningún momento se exigió que los consorcios ganadores tuviesen mayoría nacional.

ADJUDICATARIOS DE CADA ZONA

El 28 de junio el presidente de la Nación, Carlos Menem, firmó el decreto N° 1.185/90 por el cuál oficializó la adjudicación de ENTel a Telefónica de España (Zona Sur) y a la Bell Atlantic (Zona Norte).

El 4 de octubre del mismo año, por incumplimiento del adjudicatario en la zona norte, nuevamente el presidente de la Nación se ve en la obligación de firmar un nuevo decreto, el N° 2096/90, invitando al tercer consorcio STET - France Radio a equipar la oferta mejorada en su momento por Bell Atlantic. El consorcio STET France Radio acepta el pago y es adjudicado para la zona norte. El incumplimiento de Bell Atlantic es debido a una maniobra financiera de su competidor Stet - France Radio, quien ya se había posicionado en bonos externos subiendo sensiblemente su cotización. Al momento de tener que comprar los bonos externos Bell Atlantic para entregar al gobierno se encontró con dos inconvenientes, el primero que no había disponible en el mercado una suma tan importante de bonos y segundo que la cotización de los mismos encarecía, en valor real, haciendo la oferta mas cara que la presentada por Telefónica. Estos dos factores hicieron desistirla de la zona norte que ya había sido adjudicado.

IV) CASO TELECOM ARGENTINA

1) LA COMPAÑÍA

La compañía comenzó sus operaciones como consecuencia de la privatización de ENTel. Cuando Telecom se hizo cargo, se encontró con una organización burocrática e ineficiente. Los equipos eran obsoletos, 90% electromecánicos y con una transmisión analógica en un 90% con un promedio de recambio de 17 años. Todo esto resultó en una inaceptable calidad de servicio, evidenciado en los tiempos promedios de reparación de 40 días y listas de espera para líneas nuevas medidas en años (aproximadamente cuatro). A su vez, en ese momento no existía el concepto de servicio al cliente, y se carecía de información económica-financiera confiable, razón por la cual se generaban constantes pérdidas operativas, agravadas por un inadecuado plan de inversiones. A eso se sumaba la ausencia de diseños de redes lo cual obligó a la compañía a confiar en empleados experimentados de la ex ENTel para localizar y reparar las líneas heredadas. Actualmente, la situación ha cambiado en forma profunda. La Compañía incrementó la eficiencia y la rentabilidad significativamente. Instaló 2,3 millones de líneas y ha reemplazado el 100% de la antigua red llevando la tasa de digitalización del 11,5% en un comienzo y al 100% en septiembre de 1997. Con respecto a la Telefonía Pública, la empresa incrementó casi un 703 % el número de teléfonos, pasando de 9.800 en noviembre de 1990 a cerca de 78.700 al 30 de septiembre de 2000.

La calidad de servicio también se incrementó, reduciéndose el tiempo promedio de reparación a un día, el tiempo promedio de espera por líneas nuevas es de 10 días, y el porcentaje de líneas fuera de servicio a sólo 0,1%. Con respecto a la productividad, debido a la agresiva política de instalación de líneas y la reducción de la dotación de personal del orden del 56%, el ratio se incrementó un 420% en los primeros diez años de operaciones, pasando de 74 líneas por empleado en noviembre de 1990 a 382 líneas en septiembre de 2000.

Telecom inició sus operaciones el 8 de noviembre de 1990 y obtuvo una licencia exclusiva para proveer suministro de enlaces fijos de telecomunicaciones y servicio de telefonía local y de larga distancia nacional en la región norte de la República Argentina en régimen de exclusividad por un periodo de 7 años, que fue extendido por otros 2 años dado que la Compañía cumplió con las metas de expansión de la red y mejoramiento de la calidad de servicio fijadas al momento de la privatización. La región Norte incluye aproximadamente el 41% de las líneas de servicio en el área de Capital Federal y Gran Buenos Aires. Al 30 de septiembre de 2000 el sistema telefónico de la compañía incluía 3,743 millones de líneas de servicio o aproximadamente 21,2 líneas en servicio cada 100 habitantes.

A partir del 10 de Octubre de 1999 en el interior del país y a partir del 7 de Noviembre de 1999 en el AMBA (Bs. As. y Gran Bs. As.) el servicio de telefonía local y larga distancia nacional e internacional se encuentra en competencia.

Hoy Telecom posee una licencia por tiempo indeterminado para la prestación de los servicios de telefonía fija local, larga distancia nacional e internacional en toda la

Argentina, licencia que también comprende la provisión de enlaces punto a punto y el arrendamiento de enlaces a otros prestadores.

Con el objetivo de profundizar su estrategia de posicionamiento en los negocios vinculados con internet, Telecom creó una nueva sociedad denominada Telecom Internet S.A., que concentra los servicios de acceso a Internet, distribución de correo electrónico y los servicios denominados B2B (Business to Business), B2C (Business to Customers) y C2C (Customers to Customers), cuya licencia le fue otorgada sobre el cierre del ejercicio 2000. Dicha sociedad surgió como consecuencia de la reorganización de Telecom Soluciones S.A., consistente en la división de su patrimonio en dos partes, lo cual tuvo por objeto que cada una de las escisionarias asumiera la prestación de determinados servicios de desarrollaba Telecom Soluciones, separando las actividades de Internet en consideración a su potencial de desarrollo futuro y unificando la prestación de los servicios restantes en competencia (transmisión de datos y valor agregado) con la sociedad controlante, Telecom Argentina. Esta reorganización se hizo efectiva a partir del 30 de septiembre de 2000, momento en el cual las continuadoras asumieron la prestación de los servicios de Telecom Soluciones S.A.

Como resultado de este proceso de reorganización Telecom es titular del 98% de Telecom Internet S.A., sociedad que cuenta con dos servicios líderes: Arnet (un producto premium de acceso a Internet) y Radar (un producto independiente de acceso a Internet que al mismo tiempo es un portal y buscador nacional) y el 25% de Multibrand, sociedad que fue creada en marzo de 1998, por Telecom Soluciones S.A. junto con Banco de Galicia, Shell y Supermercados Norte, una compañía dedicada al desarrollo e implementación de un programa multimarca de fidelización de clientes. Este programa fue lanzado comercialmente en Septiembre de 1998 bajo marca Travelpass.

Telecom también posee una participación del 99,99% en Telecom Personal S.A., empresa que presta el servicio de telecomunicación celular desde Mayo de 1996 en la región norte de Argentina, y a partir de Octubre de 1999 en la región AMBA, tras la división de Miniphone (sociedad bajo "control conjunto" de Telecom y Telefónica de Argentina). Adicionalmente, en Junio de 1999 Telecom Personal adquirió licencias del servicio PCS (Servicio de comunicaciones personales) en las áreas Norte, AMBA y Sur de la Argentina lo que implica una cobertura nacional. Telecom Personal posee el 67,5 % de Núcleo S.A., sociedad que presta servicio de telecomunicación celular y PCS en el Paraguay, desde 1998.

Además, Telecom mantiene una participación del 99,99 % en Publicom, empresa que edita los directorios telefónicos y comerciales (Páginas amarillas) en la región Norte de la Argentina. Por último Publicom también posee una participación del 5,75 % en NahuelSat S.A. compañía que está operando el primer satélite doméstico Argentino y ofrece servicios de comunicación satelital, desde inicios de 1997.

Desde el mes de Septiembre del 2000 Telecom integra en un 10% la empresa Latin American Nautilus S.A., controlada por Telecom Italia (70 %) con la participación de Entel Chile y Entel Bolivia (10% cada una). Esta compañía a través de sus controladas gestionará una red en anillo de enlaces submarinos y terrestres con tecnología de fibra óptica de 30.000 km. de extensión y cerca de 320 Gigabit-seg de capacidad. Esta red conectará las capitales más importantes de América de Sur con las principales ciudades de América del Norte y Centroamérica.

Latín América Nautilus ofrecerá, a través de las empresas participadas de Telecom Italia y otros operadores, capacidad de transmisión internacional y conectividad Internet "ciudad a ciudad" así como servicios de hosting y web hosting a todos los operadores de telecomunicaciones, incluyendo los proveedores de servicios de Internet (Internet Service Providers o ISPs) y proveedores de contenidos y aplicaciones.

Con el objeto de obtener una licencia para servicios de telecomunicaciones en los EE.UU., a fines del ejercicio se constituyó Telecom Argentina USA Inc., con sede en el estado de Delaware. Con fecha 22 de febrero de 2001, se obtuvo la licencia global para la prestación del servicio internacional, otorgada por la Federal Communications Commission ("FCC") de los Estados Unidos de Norteamérica. El capital de esta sociedad pertenece totalmente a Telecom Argentina.

Su estructura de capital puede dividirse en tres grandes grupos:

- El 54,74 % del paquete accionario de Telecom Argentina STET - France Telecom S.A. es propiedad de Nortel Inversora S.A. (51 % a través de acciones clase "A" y el restante 3,74 % a través de acciones de clase "B"). Nortel pertenece en partes iguales a los grupos europeos Telecom Italia y France Telecom desde julio de 1999, cuando adquirieron en partes iguales las acciones que Perez Companc y J.P. Morgan tenían en Nortel S.A. (25% y 10% respectivamente)
- El 40,58 % de las acciones de Telecom (todas las acciones clase "B") cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires -panel de acciones líderes-, en la Bolsa de Comercio de New York y en la Bolsa Mexicana de Valores.
- El 4,68 % restante, representado por las acciones de clase "C", pertenecen al personal de la compañía, ex - empleados de la empresa estatal ENTel, a través del Programa de Propiedad Participada ("PPP").

2) ANALISIS DE BALANCES

2.1 ANALISIS DE LOS PRINCIPALES RUBROS PATRIMONIALES

En el cuadro 1 y 2 se expone la evolución de los balances de la compañía desde su creación, hasta el último Balance cerrado el 30 de septiembre de 2000.

Solo analizaré en forma breve aquellos rubros significativos del activo y del pasivo.

Dentro del activo, los principales rubros son:

□ Inversiones

Se distingue un comportamiento fluctuante a lo largo de la vida de la empresa, su saldo esta compuesto al cierre de cada año generalmente por colocaciones transitorias, ya sea en pesos o dólares.

Estas colocaciones están formadas por Títulos Públicos como Bonos Provinciales, Bonos Previsionales, Letras del Gobierno Argentino, etc. y colocaciones en plazo fijo en \$ y U\$S . Todas inversiones de fácil conversión en efectivo.

□ Créditos por ventas

Los créditos por ventas se mantienen casi constantes con respecto a su rotación con la cifra de ventas. La rotación promedio de los días en la calle es de 87 días, teniendo un

desvío máximo, ya sea positivo o negativo, del 20%, siendo su mejor performance el año 1991 y el máximo exponente en el año 1994.

Un dato importante a tener en cuenta es que la empresa al cierre de Balance de cada año incluye los servicios devengados al cierre pero pendientes de facturación, los que fueron determinados mediante estimaciones técnicas basadas en los niveles de actividad existentes en periodos equivalentes facturados con anterioridad.

Al 30 de septiembre de 2000 solo el 30% del saldo tienen un vencimiento inferior a 60 días, el resto estaba pendiente de facturación y por lo tanto eran créditos a vencer.

□ Bienes de Cambio

Este rubro comienza a tener protagonismo en el momento que la empresa comienza a prestar el servicio de telefonía celular hacia 1995. Su saldo a fin de cada periodo representa los equipos, teléfonos celulares valuados al costo de reposición de cada periodo y proyectos de ingeniería valuados al porcentaje de cumplimiento.

Su totalidad esta formado por productos terminados con una alta rotación y sujetos a cambio de moda con mucha vulnerabilidad a cambios tecnológicos.

□ Bienes de Uso Netos

Este rubro es el más importante del activo, su saldo representa en promedio casi el 70% del total del mismo. En su saldo se refleja toda la inversión que debió realizar la compañía a fin de constituir una empresa eficiente. Los primeros años hasta 1997, cuando la compañía logra digitalizar al 100% sus redes de telefonía, son los más agresivos, teniendo un crecimiento en promedio de 17% por año y una tasa acumulada para este periodo del 154%. Durante 1998 la tasa de inversión es de apenas el 2%, en el año 1999 del 6% y en el año 2000 del 4%, siendo su inversión más importante el avance de obra del edificio corporativo que la empresa construyó en Puerto Madero. Si efectuamos un análisis cualitativo del rubro, los principales componentes son (cifras en millones de pesos) a septiembre 2000:

Terrenos + edificios	540.-
Obras en curso + materiales	698.-
Teléfonos celulares en comodato	70.-
Equipos (para brindar serv. telefónico)	3.458.-
Automotores	21.-
Mobiliario + Instalaciones	156.-
Equipos de computación	242.-

Los bienes de uso transferidos por ENTel están valuados al valor de transferencia reexpresados a moneda constante y aquellos adquiridos por la sociedad con posterioridad al 8 de noviembre de 1990, son valuados a su costo de adquisición reexpresado en moneda constante, en ambos casos menos la correspondiente amortización acumulada al cierre de cada ejercicio.

El valor de los Bienes de Uso, en su conjunto, no supera su valor recuperable. Las amortizaciones son calculadas por método de la línea recta en función de la vida útil estimada para cada clase de bien.

Los costos de adquisición incluye el cómputo de los costos financieros generados por el capital de terceros para el caso de aquellos bienes en los que la construcción se prolonga en el tiempo.

Las compras de los Bienes de uso financiadas mediante leasing son registradas por el precio que se estima que se habría pagado en caso de compra al contado con contrapartida en Cuentas a Pagar por la suma de las cuotas adeudadas neta de los intereses a devengar

□ Activos Intangibles

Estos activos tienen un importante crecimiento durante los años 1997 - 1999, siendo el más significativo el año 1999. Su saldo está principalmente constituido por la licencia de PCS que representa un 50% del total y que corresponde a las licencias adquiridas por Personal para prestar dicho servicio, se comenzaron a amortizar, en 240 meses, a partir del periodo en el cual comience a dar ingresos. Continúa en importancia los gastos de desarrollo de sistemas con un 20% que se corresponde a los gastos de implementación de nuevos sistemas, cuya amortización será de 60 meses y la licencia de la Banda B del Paraguay con un 7%, corresponden a las licencias adquirida por Personal para prestar servicios PCS en la República del Paraguay, se amortizan en 120 meses. El resto de los activos es la sumatoria de los gastos preoperativos y de emisión de deuda, marcas y patentes y los importes abonados como llave de negocio en las diferentes empresas del grupo (Soluciones, Microsistemas, Cable Ingeniería).

Dentro del Pasivo, sólo 2 rubros -corrientes y no corrientes- representan casi el 90% del mismo, ellos son las Cuentas y Obligaciones a Pagar

□ Cuentas a Pagar

Dentro de este rubro, cobra mayor importancia las deudas a corto plazo, que están formadas por los proveedores que hacen al giro normal del negocio cuyo saldo a septiembre de 2000 representa el 87% del rubro y en su mayoría se trata de proveedores de Bienes de Uso; deudas por leasing a septiembre de 2000 representan un 4% y el saldo (9%) son deudas con sociedades del art. 33 ley 19550. Si bien a través de los años hay un incremento nominal de su saldo del 1.100 %, el mismo resulta lógico a la evolución de las cifras de la compañía y a la búsqueda de diferentes opciones de financiamiento de la Compañía.

□ Obligaciones a Pagar

Para el análisis de este rubro habría que totalizar ambas deudas -corrientes y no corrientes -, ya que su separación sólo responde a cumplimentar la exposición en el balance según las normas contables de uso legal. Este rubro es la contrapartida de Bienes de Uso e Intangibles en el activo, su saldo va representado la evolución del financiamiento externo de la compañía para hacer frente a las diferentes inversiones, aporte de capital a las sociedades controladas y otras aplicaciones de capital de trabajo. Su saldo representa los diferentes programas de endeudamiento de la compañía y esta principalmente formado por:

- Obligaciones Negociables donde podemos distinguir 2 programas, el Global B, cuya vigencia de plazo para realizar emisiones de obligaciones negociables venció el 10/08/99 pero a la fecha aún la sociedad tiene siete series de obligaciones negociables

bajo este programa (Series C, E, F, H, I, K y L) y el Global D que es un programa de endeudamiento para la emisión y la re-emisión de obligaciones no convertibles en acciones por hasta 1.500 millones a mediano plazo. Al 30 de septiembre tiene en circulación 1 serie por 250 millones. Las mismas están emitidas en diferentes monedas, las cuales cuentan con una cobertura Swap. Estas obligaciones han sido evaluadas por dos empresas calificadoras de riesgo argentinas, habiendo obtenido la máxima calificación (AAA).

- b) Obligaciones a pagar por adquisición de bienes de Uso, corresponden a líneas de créditos otorgadas por bancos u otras entidades financieras y por proveedores por montos y vencimientos variables con una tasa promedio que ronda el 9,10 %.
- c) Prestamos sindicados, a la fecha posee dos, uno con el Santander Investment Bank Limited y otro con el Bank of América
- d) Préstamos bancarios
- e) Préstamo Eximbank de Japón, el cual esta realizado en yenes y cuenta con una cobertura swap.

Dentro del Patrimonio Neto encontramos,

□ Capital Social

La sociedad fue constituida el 13 de julio de 1990 con un capital social de \$ 250. La Asamblea Ordinaria y Extraordinaria unánime de accionistas del 8 de noviembre de 1990 elevó el capital a \$ 984.380.978, cifra que se mantiene constante hasta el cierre del balance al 30 de septiembre de 2000. Este capital social se encuentra representado por 502.034.299 acciones ordinarias de Clase "A", 436.316.295 acciones ordinarias Clase "B" y 46.030.384 acciones ordinarias Clase "C", todas escriturales, de un peso de valor nominal cada una y con derecho a un voto por acción. El capital social cuenta con autorización para la oferta pública y cotización otorgadas por la CNV y por las Bolsas de Comercio de Buenos Aires ("BCBA") y de New York ("NYSE") respectivamente. Sólo cotizan efectivamente las acciones clase "B", dado que la totalidad de las acciones clase "A" son propiedad de Nortel y las acciones clase "C" están sindicadas y afectadas al Programa de Propiedad Participada ("PPP").

Las acciones Clase "B" de la Sociedad comenzaron a cotizar el 30 de marzo de 1992 en la BCBA y, a partir del 9 de diciembre de 1994, cotizan en la NYSE como consecuencia de la autorización de oferta de cambio concedida por la SEC. Asimismo, a partir del 15 de julio de 1997 se negoció a través del Sistema Internacional de Cotizaciones ("SIC") en la Bolsa Mexicana de Valores.

2.2 ANALISIS DE LOS ESTADOS DE RESULTADOS

En el cuadro 3 se expone la evolución del cuadro de resultados de la compañía desde su creación, hasta el último balance comercial cerrado el 30 de Septiembre de 2000, se analizan los principales componentes del cuadro de resultados, a saber:

□ Ingresos por Ventas

La telefonía móvil tiene un crecimiento muy importante, sobre todo durante 1997 (+216%) y 1998 (+110%), esto se debe principalmente al aumento de la cantidad de clientes y la evolución del tráfico total. Representa un negocio para la compañía de más de 800 millones de pesos al año con importantes tasas de crecimiento.

Los ingresos provenientes de Datos e Internet y Edición de Guías, con referencia a los primeros se mantienen constante durante los primeros 7 años, dando un salto importante en el año 1998 (+81%) y los segundos se mantienen constantes a lo largo de los años.

La empresa se mueve en un mercado competitivo en teoría pero en la práctica el mismo es monopólico, en referencia a la telefonía básica para la zona por la cual obtuvo la licencia (zona Norte) y para el negocio de ediciones de guía. Tanto la telefonía internacional como la móvil ya se encuentran en un mercado competitivo pero la efectividad conseguida en los años de monopolio les hace mantener una buena posición en el mercado. La actividad de datos e Internet es una actividad que esta totalmente desregulada y no depende de ninguna licencia.

Desde el punto de vista de la demanda se tratan de productos de consumo masivos.

La estructura tarifaria de la telefonía esta regulada por el Gobierno, los aspectos principales contemplado en el acuerdo entre empresas y gobierno son los siguientes:

- La tarifa medida en pulsos básicos, se fija en dólares estadounidenses y se ajustará dos veces al año (abril y octubre) en función a la variación operada en el Índice de Precios al Consumidor de los EE.UU.
- La facturación a los clientes se continuará realizando en moneda nacional, para lo cual se considera el tipo de cambio vigente a la fecha de cierre del proceso de facturación.
- Reducción progresiva de los niveles tarifarios por derechos de conexión, a fin de adecuarlos a niveles internacionales hacia el final del periodo de exclusividad.
- Reestructuración paulatina de las tarifas vigentes a través de la ponderación de los siguientes factores: la reducción de los actuales tramos y niveles tarifarios urbanos; la incorporación del elemento de discriminación horaria; la reducción de niveles tarifarios del servicio internacional, categoría de abonados, etc.

□ Costos de explotación

En referencia a estos costos, si bien nominalmente tienen un crecimiento el cual es lógico y acompaña el crecimiento de los ingresos, porcentualmente con respecto a los ingresos van descendiendo, pasando de un 71% en 1991 a un 48% en 1999 e incrementándose a 54% en el año 2000, lo que pone de manifiesto el buen gerenciamiento de la empresa tendiente a la reducción de costos. Durante el año 1995 y 1996 la empresa mantiene su nivel de facturación pero el costo de explotación del año 96 es inferior en 2 puntos porcentuales con respecto al del año 95.

□ Gastos de Administración

Los gastos administrativos se mantienen en los últimos años en un 7% de los ingresos por ventas, el crecimiento de la actividad conlleva un crecimiento de la estructura administrativa similar.

□ Gastos de Comercialización

Los gastos comerciales experimentan un lógico crecimiento porcentual y nominal hacia los últimos años bajos análisis. En los primeros años de actividad, su principal actividad era la telefonía básica, la cual no estaba desregulada y tenían una licencia exclusiva por 7 años, lo cual no era muy importante invertir en campañas de marketing. En esos años el porcentaje con respecto a las ventas era de 7%. Hacia el año 1994, hubo un crecimiento significativo de estos gastos (+ 100 millones de pesos) que se conserva hasta 1996, a partir de esa fecha hay crecimientos más agresivos, 60% en 1997, 70% en 1998 y 18% en 1999, llegando a consumirse un 21% de las cifras de ventas. Esto es producto de las nuevas actividades que desarrolla la empresa y con motivo de la desregularización, debido por la cual debe mostrar una imagen más corporativa.

□ Otros Ingresos y/o egresos

Estos gastos e ingresos se mantienen constantes durante el periodo bajo análisis

□ Ganancia Operativa Ordinaria

Todos los periodos bajo análisis tienen un resultado positivo, con una tasa de rendimiento que va del 11% (1991) al 22% (1995) de rentabilidad con respecto a los ingresos por ventas. Los últimos años se nota un decrecimiento con respecto al mayor punto de rentabilidad en 1995, producto de recesiones (1995, 1999) y de reformas impositivas que afectaron directamente su cuadro de resultados como ser la aplicación del impuesto al endeudamiento financiero, cambio de alícuota del Impuesto a las Ganancias, etc. A pesar de estos cambios en las reglas de juego y una mayor inversión en gastos comerciales, la empresa mantuvo una rentabilidad promedio antes de impuestos del 15% para estos últimos 3 años.

2.3 RATIOS E INDICADORES MAS IMPORTANTES

El cuadro 4 muestra diferentes ratios e indicadores.

□ Índice de rentabilidad: Mide en términos relativos la generación de resultados, el mismo puede medirse con referencia al patrimonio al cierre o tomando un promedio entre el patrimonio de inicio y el de cierre. El desarrollo de este índice nos marca una importante evolución en los primeros 4 años de vida de la empresa, alcanzando su rentabilidad máxima en 1995 (13,10 %) y luego una meseta con una media del 12% y un desvío del 1%, para el periodo 1996-1999, cayendo a cifras cercanas al 10% en el último ejercicio.

□ Índice de liquidez: Mide la capacidad de la empresa para cumplir con los compromisos asumidos en el corto plazo y describe la relación entre Activos y Pasivos Corrientes. La empresa posee un índice cercano a la unidad en el año 1998, pero cae a 0,93 en 1999 y 0,83 en el año 2000.

El índice de liquidez ácida tiene una semejanza con el índice de liquidez normal, ya que solo se diferencia del anterior al restar el saldo de Bienes de Cambio al activo Corriente, pero al ser una empresa de servicio, solo posee un pequeño stock de bienes de

cambio cuando comienza con la actividad de telefonía celular. Este índice tiene una medición muy similar al anterior.

El índice de liquidez exigible, es muy específico y solo toma las disponibilidades e inversiones transitorias y las compara con el Pasivo Corriente. Lo que nos mide cual la capacidad de pago inmediata de la empresa sin riesgos. Este índice a septiembre de 2000 se encontraba al 0,32, lo que significa que la empresa ya cuenta en su poder con un 32% del saldo cancelable en el corto plazo.

□ Índice de endeudamiento: Nos mide la participación de los propietarios y terceros en la financiación de la inversión total de la empresa, resaltando el grado de dependencia de la financiación externa y de aporte de los propietarios., lo que se ratifica luego con el leverage, la empresa financia toda su actividad solicitando plata a los bancos o emitiendo acciones negociables. La única inversión de capital propio fue el pago al Estado Nacional por el 60% de ENTel.. Si analizamos el mismo tiene un constante crecimiento pasando de 0,22 en 1991 a 1,73 en 2000, con crecimientos más agresivos en los primeros años, 77% en 1993 y 47% en 1994. Este índice se encuentra en promedio un 42% por encima del índice de Telefónica para los últimos cuatro años

□ El índice de rotación nos marca la cantidad de días en la calle que la compañía posee a cada cierre de balance, la misma posee los mejores índices en años de progreso económico (1994 - 1997) con una media de 79 días y se incrementan en años de recesión. Para los últimos 3 años el índice se mantiene parejo con un promedio de 90 días, pero es necesario aclarar que gran parte de esos días provienen de ingresos devengados al cierre de balance pero que a la fecha no se encuentran ni facturados ni vencidos.

□ El índice Dupont: nos muestra como resultado la rentabilidad que tiene la compañía (ídem índice de rentabilidad ya analizado) pero para llegar al mismo incorpora a la fórmula clásica un mismo componente, las ventas, tanto como numerador que como denominador. Por lo tanto obtiene un índice que relaciona la utilidad con respecto a las ventas y otros que relaciona a las ventas con el patrimonio neto.

Este índice, observa un importante crecimiento los primeros 4 años, pasando de 3,17 % (1991) a 13,02 % (1994), se mantiene estable en 1995 y motivo de la crisis del 95, el mismo desciende a 10,5 % en 1996, retomando la corriente alista en 1997 y 1998 (11,92 % y 13,89 % respectivamente) y cayendo como consecuencia de la crisis y la recesión a 12,92 % en 1999 y 9,78 % en 2000.

Si analizamos en forma separada cada componente el índice vemos que la utilidad / ventas tiene una variación similar a la analizada con un crecimiento hasta el año 1995 donde toca su punto máximo de 16,09 % y luego cae progresivamente hasta llegar al año 2000 con un porcentual de 8,40.

Las ventas sobre el capital, al ser este último constante, representan un crecimiento continuo de 50,57 % en 1991 a 116,38 % en 2000, tocando su punto máximo en 1998 con un 117,82%.

□ Índice leverage: Este índice marca el apalancamiento que posee la empresa, que es en todos los años mayores a 1, lo que indica a las claras que es mucho más rentable para la compañía financiarse con entidades financieras que con capital propio, alcanzando su mayor índice en 1999 (1,96) con un crecimiento constante año tras año y cayendo a 1,25 en 2000.

□ El índice EBITDA. Su denominación proviene de las siglas de las palabras en inglés: Earning before interest, tax, depreciation and amortization, y su traducción literal al español es "Resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones". El monto del Ebitda refleja la capacidad de la empresa en generar fondos para hacer frente al pago de las obligaciones.

Este índice experimenta un crecimiento continuo hasta el año 1998, pasando de K\$ 448.000 en 1991 a K\$ 1.561.000 en 1998, año en el que toca su punto máximo. Este mismo índice en 1998, para Telefónica de Argentina es de K\$ 1.741.000, representando un 11,53 % por encima. Hacia 1999 Telecom desciende su ebitda a K\$ 1.439.000, incrementando la brecha con Telefónica al 14 %. A Septiembre 2000 Telecom posee un índice de K\$ 1.464.000, un 15% inferior al mismo índice para Telefónica de Argentina.

□ Cobertura Ebitda o Ebitda/Intereses. Es el ratio que surge de dividir el Ebitda por el importe de los intereses, refleja cuantas veces el Ebitda cubre los intereses.

Este ratio cae al momento del cierre al 10 % de su valor en 1992, pasando de 49,44 a 4,56, siendo los años de caída más importante 1993 (-81 %) y 2000 (-177 %).

□ El ratio Deuda Ebitda surge de dividir la deuda financiera por el Ebitda y nos refleja cuantas Ebitdas necesito para cancelar mi deuda financiera.

Este ratio muestra un constante crecimiento en los 10 años de análisis, pasando de un ratio de 0,46 en 1991 a uno de 2,43 en 2000, siendo ambos ratios el más bajo y el más alto respectivamente para el periodo bajo análisis.

2.4 OTROS INDICADORES RELEVANTES

A continuación expondré cuadros comparativos de gestión entre Telefónica de Argentina y Telecom Argentina, ambas empresas dedicadas al negocio de las telecomunicaciones en Argentina. Ellos son:

□ Análisis comparativo de los Estados de Resultados Consolidados correspondientes a los ejercicios cerrados al 30/09/99 y al 30/09/00 (Anexo A).

Este cuadro muestra los resultados consolidados de ambas empresas en relación con el último año. Las ventas de Telecom siguen siendo inferiores a las de Telefónica en un 6,4% para Sep-99 a Sep-98, y tuvo una nueva recaída entre Sep-99 a Sep-00 del 4,3%. Los gastos de explotación son similares en valor nominal pero al compararlos con la cifra de venta de cada sociedad, Telefónica es más eficiente ya que incremento 1 punto porcentual sus gastos (51% en Sep-99 a 52% en Sep-00) mientras que Telecom aumentó sus gastos en 2 puntos porcentuales (53% en Sep-99 a 55% en Sep-00). Las amortizaciones son en valor porcentual similares para ambas compañías por lo que obtenemos que la ganancia bruta de

explotación es superior por parte de Telefónica en valor nominal y porcentual con respecto a Telecom. Esta misma diferencia se observa en el resultado neto de cada compañía, mientras que el resultado neto de Telecom para Sep-99 es de 358 Millones de pesos (11% con respecto a la cifra de ventas) el de Telefónica es de 456 M. de pesos (13% s/cifra de ventas). Para Sep-00, si bien el resultado cae para ambas compañías, Telecom tiene un resultado de 271 millones de pesos (8 % de su cifra de ventas) y Telefónica de 343 millones de pesos (9% de su cifra de ventas).

□ Análisis comparativo de los Estados de Resultados Individuales correspondientes a los ejercicios cerrados al 30/09/99 y al 30/09/00 (Anexo B).

Este cuadro muestra solo la actividad de telefonía, sin tener presente las otras actividades que desarrolla cada grupo. En este campo la diferencia es mayor por que Telefónica tiene una zona mas amplia y exclusiva que Telecom (+ 13% de líneas instaladas) lo que se ve reflejado en las ventas de cada compañía. Las ventas de Telecom han evolucionado peor que las de Telefónica para el último periodo, ya que pasaron de una diferencia de 13,7% para Sep-99 a 16,7% para Sep-00 (empeoro 3%). El resultado bruto de explotación es muy superior Telefónica y fue más eficiente en todos los conceptos de gastos de explotación, ya que maneja su empresa con un costo laboral similar al de Telecom en valores nominales y 2 puntos porcentuales con referencia al valor de ventas, sus amortizaciones son similares en valor porcentual y los gastos son levemente superiores en valor nominal pero muy inferiores en valor porcentual (menos 4%). Esto arroja una diferencia porcentual de la ganancia bruta 5 puntos a favor de Telefónica en 1999 y de 7 puntos en 2000, la que desciende a solo 2 puntos en el resultado neto en 1999 y 1 punto en 2000, ya que Telecom recupera resultado por las participaciones en otras sociedades vinculadas donde es más eficiente que Telefónica (+ 3 puntos porcentuales) en 1999 y 1 punto porcentual para 2000.

□ Evolución de la Demanda: Solicitudes recibidas y solicitudes pendientes (Anexo C)

Este cuadro muestra la evolución de las solicitudes recibidas para cada ejercicio en curso y la cantidad de solicitudes pendientes de instalación al cierre de cada periodo. Hasta el año 1997 Telefónica tuvo una mayor demanda de líneas nuevas (+ 24% en promedio), en 1998 Telecom logró revertir esta situación y supera a Telefónica en un 30%, un 10% en el ejercicio 1999 y cayendo nuevamente en el año 2000 un 5%. A pesar de la mayor demanda de Telefónica a inicio, fue mucho más eficiente que Telecom en la instalación de las mismas ya que si medimos el tiempo de espera para instalación al cierre de cada periodo, Telefónica tenia una espera de 0,2 meses en promedio mientras que Telecom se acerca mas a 1 mes de espera.

□ Evolución de las ventas (Anexo D)

Este cuadro muestra la evolución de las ventas desde el ejercicio 1991 al 2000. Si bien en todos los años Telefónica fue superior a Telecom, lo que se puede vislumbrar es el avance que ha tenido Telecom en estos años, pasando de una diferencia del 23% en el año 91 al 13% a Sep-99 (brecha mas chica) y subiendo al 17% en Sep-00. Este avance en efectividad de Telecom también puede verse en la evolución de las ventas por líneas en

servicio, donde Telefónica es superior hasta el año 97 inclusive, pero en el año 98, al ser Telecom superior a Telefónica en un 30% de líneas nuevas, obtiene un ratio positivo del 1,5%, el cual cae nuevamente en el año 99 y 2000 a 0,7% y 2,9% respectivamente a favor de Telefónica. Si analizamos la evolución de las ventas por empleado efectivo, volvemos a ver la superioridad de Telefónica sobre Telecom (recordar que el costo nominal de sueldos y cargas sociales era similar) en el manejo de los recursos humanos para llevar adelante la empresa. Esta efectividad varía a través de los años entre un 2% a un 18%, siendo el índice a Sep-00 del 12,4%.

□ Parque de las líneas en servicio y densidad telefónica (Anexo E).

Este cuadro muestra la evolución de las líneas en servicio, telefonía pública y líneas de audiotexto, DDE y otras al cierre de cada ejercicio a partir de Sep-91 hasta Sep-00, y en el caso de los dos últimos años la evolución por trimestre. En todos los casos Telefónica es superior a Telecom, pero la evolución anual de Telecom con respecto a Telefónica es superior, esto hace disminuir el diferencial de ambas compañías, pasando de un 20% en Sep-91 a un 12% a Sep-00. El total de líneas instaladas a Sep-00 para Telecom es de 3.743.000 y de 4.252.000 para Telefónica, el crecimiento para cada compañía desde su creación fue del 161,9% y del 138,6% respectivamente. Del mismo modo, la densidad telefónica en cada zona, es superior la zona que atiende Telefónica en todos los periodos, llegando a tener su máxima diferencia en Sep-97 con un diferencial del 22,6% y teniendo cubierto a Sep-00 21,2 cada 100 habitantes Telecom y 24,7 Telefónica, siendo la diferencia 14,5%, unos de los índices mas bajos desde Sep-91.

□ Evolución de las líneas instaladas y porcentaje de digitalización (Anexo F).

Este cuadro muestra la capacidad de cada empresa para prestar servicio de telefonía y cual es la tasa de ocupación respecto al total de líneas que pueden ser utilizadas. El porcentaje de efectividad de capacidad es alto en ambas compañías, siendo para Telecom Sep-93 el periodo con mas capacidad libre (utilizaba el 82,5% de la capacidad de sus centrales) y Dic-97 el periodo con menos capacidad libre (96,6% de utilización). Para el caso de Telefónica es menos dispar, su capacidad mínima fue también en Sep-93 al 83% de su capacidad y su máximo fue en Sep-98 al 88,9%. Telefónica tiene en promedio una capacidad de líneas superior al de Telecom de alrededor del 20%, lo cual es normal ya que siempre fue superior en cantidad de líneas instaladas. A Sep-00 la capacidad de líneas instaladas de Telecom es de 3.680.500 (tasa de ocupación del 94,2%) y para Telefónica es de 4.669.200 (tasa de ocupación del 85,4%). En referencia a la digitalización de las líneas, Telecom fue pionero de su rival, teniendo digitalizada al 100% sus líneas en Sep-97, 9 meses antes que Telefónica, encontrándose la brecha mas alta en Sep-94 donde la diferencia era cercana al 20%. Al finalizar Telecom la digitalización, Telefónica estaba al 90% de avance.

□ Evolución del parque de la telefonía pública (Anexo G).

El parque de la telefonía pública incluye los teléfonos públicos instalados, las líneas instaladas en los centros directos de cada empresa (locutorios propios) y los centros telefónicos privados o concesionarios (locutorios privados). En la sumatoria de todos estos

ítems, Telefónica fue siempre superior a Telecom a una tasa promedio del 22%. Para ambas compañías hay un crecimiento importante hasta Sep-97, un estancamiento durante el año 98 cuando se libera este servicio y nuevamente se crece a una tasa de dos dígitos en el año 1999 y 2000. A Sep-00 Telecom tiene un parque de telefonía pública de 78.700 líneas y Telefónica de 114.000 con un diferencial del 31% a favor de esta última.

□ Evolución de la dotación y líneas por empleado (Anexo H).

Esta tabla nos muestra cual es la dotación total de empleados de cada compañía y nos da también el índice de cantidad de líneas instaladas por empleado. Con referencia a este segundo índice, ambas empresas evolucionado fuertemente, ya que Telecom toma las riendas con un índice de 83 líneas por empleado y a Sep-00 posee 382 líneas por empleado, un crecimiento del 360%. Para el caso de Telefónica, comienza con un índice de 102 y finaliza a Sep-00 con uno de 426, un crecimiento del 318%, importante pero inferior al de Telecom. Telefónica comienza con un mejor índice, ya que siempre tuvo mayor cantidad de líneas instaladas, pero esa diferencia (del 18,5% a inicio) se va reduciendo a través de los años, para llegar al 4,5% a Sep-99, esto es así por que la dotación efectiva de Telecom fue siempre inferior, con un promedio del 10%, al de Telefónica. Partiendo con una cantidad similar de personal a Sep-91 (17.179 empleados Telecom y 17.458 Telefónica) al cierre de Sep-00 poseía 9.810 empleados Telecom y 9.984 empleados Telefónica, si bien Telecom fue mas eficiente en la reestructuración de su plantel, Telefónica consiguió tener mas personal a un costo similar al de Telecom, ya que nominalmente ambas empresas poseen el mismo costo.

□ Gastos totales y porcentajes sobre ventas (Anexo I).

Este cuadro muestra la evolución de los gastos totales, los gastos totales menos los gastos de conexión de abonados y los últimos netos de incobrables y honorarios de gerenciamiento, midiendo su evolución con años anteriores y la relación de los mismos con la cifra de ventas. La evolución porcentual con referencia a la cifra de ventas de cada compañía es muy similar, teniendo desvíos promedios entre ambas del orden de los 2 o 3 puntos siempre a favor de Telefónica, a excepción del año 1998 en el que Telecom tuvo una mejor performance que Telefónica. A Sep-00 ese diferencial es del 4% a favor de Telefónica.

□ Gastos por línea de servicio (Anexo J).

Este cuadro muestra otro índice de gestión, que es la evolución del gasto por línea en servicio, midiendo su evolución a lo largo de los años comparativo con años anteriores. Aquí la evolución es dispar para ambas compañías, teniendo un rango de 52 a 252 en Telecom y de 51 a 269 Telefónica. Si bien es muy amplio el diferencial, la diferencia entre el costo de ambas compañías tiene un máximo del 17% (en Jun-98 a favor de Telecom), por lo que explica una evolución pareja entre ambas compañías. A Sep-00 el gasto por línea de servicio de Telecom es de 244 y en el caso de Telefónica es de 232.

□ Inversiones y autofinanciamiento (Anexo K)

Este cuadro muestra las inversiones en bienes de uso para cada ejercicio y en cada compañía. El total invertido para Telecom desde su creación hasta Sep-00 fue de (MM\$) 7.714,8 y para Telefónica en el mismo periodo (MM\$) 8.350,60, siendo los primeros años los más agresivos y descendiendo para los periodos 97 a la fecha. En el año 93 Telecom invirtió su máximo porcentual con respecto a la cifra de ventas (68%) y el mismo año también lo fue para Telefónica (52%). También analiza la relación entre el autofinanciamiento y las inversiones de cada empresa.

□ Posición financiera y porcentaje sobre ventas (Anexo L).

Este cuadro muestra la posición financiera de ambas compañías a partir de Sep-92 a Sep-00. En todos los periodos, ambas empresas tienen una posición negativa. Esta posición es producto de la alta inversión en bienes de uso financiada por prestamos bancarios, sindicados, emisión de obligaciones o el mismo crédito que obtienen de los proveedores de estos bienes. A excepción de los años 1998 y 1999, la posición de Telecom es superior a la de Telefónica, ya que al finalizar la digitalización de la central en Sep-97, tuvo mas demanda de fondos para ese fin. Un segundo análisis del gráfico es la relación de la posición financiera con respecto a las cifras de ventas de cada periodo, teniendo su máximo Telecom en Sep-00 con un 93% de las ventas y Telefónica en Sep-98 con el 80%. A Sep-00 las empresas tenían una posición financiera de -2.200,0 MM\$ (93% de la cifra de ventas) y -2.145,0 MM\$ (73% de la cifra de ventas) para Telecom y Telefónica respectivamente.

□ Anticuidación de los créditos por ventas netos de provisiones incobrables (Anexo M).

Este cuadro muestra la anticuidación de los créditos por ventas de ambas compañías en forma trimestral a partir de Sep-98 hasta Sep-00, haciendo una distinción de lo vencido, a vencer hasta tres meses y más de tres meses. Por otro lado estudia los días en la calle de ambas empresas, siendo mas efectiva en las cobranzas en el periodo analizado Telefónica mantiene su índice en 72 días (mismo nivel que en Sep-98) a pesar de tocar un mínimo de 55 días en Sep-99. Telecom incrementa en 9 días su posición de Sep-98 y su mínimo fue de 64 días en Sep-99, 9 días por encima de Telefónica en el mismo periodo..

□ Evolución de los créditos por ventas (Anexo N).

Este cuadro muestra la evolución de los créditos por ventas de forma trimestral a partir de Dic-96 hasta Sep-00, la provisión de incobrables y los créditos por ventas netos. En todos los trimestres analizados, la provisión por incobrables de Telefónica es mayor en valor nominal que Telecom, solo los primeros cuatro trimestres la relación porcentual era mayor de Telecom. A partir de Dic-97 Telefónica impone una política mas agresiva de provisión de incobrables que su competidora. A sep-00 la provisión de incobrables de Telecom era de \$ 55 millones de Pesos, lo que representa un 8,34% del saldo de créditos por ventas y para Telefónica la provisión era de 126 millones de pesos, sobre un saldo de 830 millones de pesos, es decir un 15,2 %.

□ Evolución de las líneas celulares (Anexo Ñ).

Este cuadro muestra el market share de las líneas de teléfono celulares. En este análisis participan los 4 operadores del mercado a Sep-00: Telecom Personal, Unifón, CTI

y Movicom. (el market share de Miniphone esta dividido en 50% para Telecom Personal y 50% para Unifón). Como resulta del cuadro, vemos que Movicom comienza con la telefonía celular 4 años antes que Miniphone, teniendo a Sep-93 (periodo en el cual comienza el primer competidor Miniphone) un 71% de market share. El crecimiento de este mercado es exponencial, pasa de 132.200 líneas en Sep-93 a 4.821.000 a Sep-00 (3.547 % en 7 años), quedando Telecom Personal compartiendo la mayor parte del mercado junto a Movicom, 30,50% y 26,13% respectivamente, una participación importante de Unifón del 25,32% y un 18,05% para CTI que a Sep-00 fue la compañía con mayor crecimiento el último año por su penetración en Capital Federal y Gran Buenos Aires.

□ Análisis comparativo: Indicadores y relaciones físicos (Anexo O).

Este cuadro muestra, en forma resumida, indicadores de datos físicos de ambas empresas, como ser líneas en servicio, ganancia bruta abonados, ganancia neta de líneas en servicio, telefonía pública, dotación de personal con y sin pasantes, solicitudes pendientes y nuevas solicitudes netas para Sep-00 comparado en forma trimestral hasta Sep-98. Por otro lado analiza las líneas en servicio cada 100 habitantes, líneas en servicio por personal efectivo. Como se puede observar la relación del último año es negativa para Telecom a excepción de las líneas en servicio, en la cual reduce la brecha negativa del 13 % al 12 %.

3) ANALISIS BURSATIL

3.1 EVOLUCION DE SUS ACCIONES. TASA DE RENTABILIDAD DEL MERCADO

A continuación haré un análisis de la evolución de la acción desde su lanzamiento en el Mercado, analizando el rango de máximos y mínimos de cada periodo, su variación anual, último semestre y último mes y el precio de mercado al cierre de cada año.

Año	Precio al cierre	Rango Mínimo	Rango Máximo	Variación Anual	Variación Semestral	Variación Mensual
Mar-92	4.34					
Sep-92	2.88	2.88	4.65		-48.96%	-11.46%
Sep-93	4.10	2.26	4.12	29.76%	23.90%	7.32%
Sep-94	6.68	4.09	8.15	38.62%	16.92%	-8.23%
Sep-95	4.20	2.64	6.68	-59.05%	26.19%	-5.24%
Sep-96	4.04	3.41	5.42	-3.96%	-3.47%	5.20%
Sep-97	6.05	3.68	6.05	33.22%	23.64%	9.09%
Sep-98	5.95	4.00	7.55	-1.68%	-22.52%	24.37%
Sep-99	5.42	4.83	7.17	-9.78%	-0.37%	-3.87%
Sep-00	4.35	4.35	9.20	-24.6%	-59.54%	-8.05%

Como podemos apreciar, la acción tiene un comportamiento muy dispar, con variaciones dentro del periodo muy altas, tocando su cotización máxima el 8 de febrero de 2000 a \$ 9,20 la acción y su cotización mínima el 13 de noviembre de 1992 a \$ 2,62 la acción. El año de mas variación ente el rango mínimo y máximo es el 1995, con un diferencial del 153%, siendo el promedio de los otros años un 72%. Mas adelante analizaré la variación con respecto al MerVal, índice representativo del Mercado de Valores en Argentina.

Otros indicadores de la evolución del papel son los siguientes:

Año	Valor de libros	Precio / Valor libros	Dividendos por acción	Payout ratio	Cantidad Acciones (en miles)	Capitalización Bursátil (millones \$)
Sep-92	2,08	1,38	0,124	73%	984.391	2.835,05
Sep-93	2,16	1,90	0,175	79%	984.391	4.036,00
Sep-94	2,19	3,05	0,194	68%	984.391	6.575,73
Sep-95	2,47	1,70	0,215	69%	984.391	4.134,44
Sep-96	2,52	1,60	0,215	82%	984.391	3.976,94
Sep-97	2,62	2,31	0,260	83%	984.391	5.955,57
Sep-98	2,74	2,17	0,285	75%	984.391	5.857,13
Sep-99	2,81	1,93	0,273	75%	984.391	5.335,40
Sep-00	2,82	1,54	0,181	66%	984.391	4.282,10

Para el mismo periodo, la evolución del MerVal fue la siguiente:

Año	Precio al cierre	Rango Mínimo	Rango Máximo	Variación Anual	Variación Semestral	Variación Mensual
Mar-92	761,13					
Sep-92	419,80	417,36	890,41		-33,44%	-8,12%
Sep-93	487,09	315,38	489,31	34,47%	24,47%	9,15%
Sep-94	604,55	476,44	717,30	31,88%	8,99%	-5,51%
Sep-95	431,74	262,11	602,30	-43,75%	-3,75%	-5,42%
Sep-96	558,86	387,77	617,55	4,00%	-2,80%	6,00%
Sep-97	822,47	554,33	866,47	32,07%	19,84%	4,89%
Sep-98	380,28	301,73	862,59	-38,29%	-43,55%	23,21%
Sep-99	534,40	350,94	604,10	-8,53%	-11,48%	-9,63%
Sep-00	475,42	425,63	645,29	-12,41%	-19,73%	0,16%

Como podemos apreciar, el MerVal tuvo un comportamiento también muy dispar consecuencia de las diferentes crisis que golpearon al mundo globalizado, con variaciones dentro del periodo muy altas, tocando su índice máximo el 1 de junio de 1992 a un valor de 890,41 y su índice mínimo el 8 de marzo de 1995 a un valor de 266,11. El año de mas variación ente el rango mínimo y máximo fue el 1998, con un diferencial del 186%, siendo el promedio de los otros años un 77% y la media del periodo bajo análisis el 90%. En el punto 3.5 analizaré las beta de Telecom Argentina con respecto al MerVal.

3.2 COMPARACION CON LA EVOLUCION DE TELEFONICA DE ARGENTINA

Primero haré un análisis de la evolución de la acción desde su lanzamiento en el Mercado, analizando el rango de máximos y mínimos de cada periodo, su variación anual, último semestre y último mes y el precio de mercado al cierre de cada año. El mismo se encuentra corregido del efecto que trae a su cotización el incremento de las acciones en circulación para poder comparar sus variaciones. El cambio de las cantidades de acciones de Telefónica de Argentina fue el siguiente:

Mar/92 - Ene/95	1.178.757.375 acciones
Feb/95 - Mar/98	2.357.514.750 acciones
Abr/98 - Sep/98	2.141.119.055 acciones
Oct/98 - Sep/00	2.140.876.802 acciones

Fecha de cierre	Patrimonio Neto	Cantidad de Acciones	Rentabilidad Contable	Valor de Libros	Valor de la Acción	Dividendos Pagados
Sep-91	1.940.060.000	984.380.978	61.414.000	1.97	1.97 (*)	0.056
Sep-92	2.047.756.000	984.380.978	166.947.000	2.08	2.88	0.124
Sep-93	2.127.620.000	984.380.978	207.849.000	2.16	4.10	0.175
Sep-94	2.155.928.000	984.380.978	280.700.000	2.19	6.68	0.194
Sep-95	2.431.373.000	984.380.978	318.584.000	2.47	4.20	0.215
Sep-96	2.480.075.000	984.380.978	260.344.000	2.52	4.04	0.215
Sep-97	2.575.000.000	984.380.978	307.000.000	2.62	6.05	0.260
Sep-98	2.693.000.000	984.380.978	374.000.000	2.74	5.95	0.285
Sep-99	2.770.000.000	984.380.978	358.000.000	2.81	5.42	0.273
Sep-00	2.772.000.000	984.380.978	271.000.000	2.81	3.58	0,181

(*) A los fines del calculo considere que el valor de la acción al inicio es a la par por desconocer el dato.

Retorno de la Acción

La remuneración de las acciones puede producirse de dos formas: 1) por los dividendos y 2) por las ganancias o pérdidas de capital. Si bien este es un indicador ex - post, sirve para saber cual fue la rentabilidad histórica que obtuvieron las acciones. Su calculo se obtiene de la siguiente formula: El dividendo esperado por la acción (Div1), mas la revalorización de la acción (valor de la acción al momento 1 menos el valor de la acción al momento 0 P1 - P0) dividido todo ello al precio al comienzo del año (P0). Aplicada esa formula obtenemos los siguientes rendimiento para cada año.

Sep-92	52.49 %	Sep-95	-33.91 %	Sep-98	3.06 %
Sep-93	48.44 %	Sep-96	1.31 %	Sep-99	-4.32 %
Sep-94	67.66 %	Sep-97	56.19 %	Sep-00	-20.43%

Beneficio por Acción

El beneficio por acción surge de la división del resultado de la empresa por el número de acciones de la compañía. Las mismas los expondré con su comparación con Telefónica de Argentina para el mismo período bajo análisis:

Fecha de Cierre	Beneficio por acción Teco	Beneficio por acción Tear	Teco vs Tear
Sep-92	0.17	0.14	21.1 %
Sep-93	0.21	0.28	-24.6 %
Sep-94	0.29	0.36	-20.8 %
Sep-95	0.32	0.19	70.3 %
Sep-96	0.26	0.16	65.3 %
Sep-97	0.31	0.24	29.9 %
Sep-98	0.38	0.24	58.3 %

Sep-99	0.36	0.21	73.2 %
Sep-00	0.28	0.16	75.0%

Razón del dividendo de beneficio por acción

Este índice surge de la división del Dividendo con el beneficio por acción, es decir nos marca la cantidad de resultado que la empresa reparte a sus accionistas.

Sep-91	89.76 %	Sep-94	68.03 %	Sep-97	83.37 %
Sep-92	73.11 %	Sep-95	66.43 %	Sep-98	75.01 %
Sep-93	82.88 %	Sep-96	81.29 %	Sep-99	75.07 %
Sep-00	64,64%				

Retorno sobre Patrimonio

Este ratio nos marca el beneficio por acción a valor contable del capital propio por acción el cual surge de la división del beneficio por acción dividido su valor de libros y es:

Sep-91	3.17 %	Sep-94	13.02 %	Sep-97	11.92 %
Sep-92	8.15 %	Sep-95	13.10 %	Sep-98	13.89 %
Sep-93	9.77 %	Sep-96	10.50 %	Sep-99	12.92 %
Sep-00	9,80 %				

El mismo nos marca una tendencia estable para los últimos periodos.

Tasa de retención de utilidades

La tasa de retención de utilidades es la cantidad de dinero de rentabilidad que la empresa reinvierte en si misma, el índice surge de la diferencia entre 1 y la razón del dividendo del beneficio por acción, el cual es para cada periodo:

Sep-91	10.24 %	Sep-94	31.97 %	Sep-97	16.63 %
Sep-92	26.89 %	Sep-95	33.57 %	Sep-98	24.99 %
Sep-93	17.12 %	Sep-96	18.71 %	Sep-99	24.93 %
Sep-00	35.36 %				

Price earning

Este ratio nos informa la cantidad de veces que esta contenida la ganancia en el precio de las acciones, sin embargo este índice es usualmente sacado con el precio actual y los beneficios mas recientes. A los inversores usualmente les interesa mas la relación entre el precio y el beneficio futuro. Si bien es ventajoso obtener un alto PER ya que muestra que los inversores piensa que la empresa tiene buenas oportunidades de crecimiento, que sus beneficios son relativamente seguros y mantiene una baja tasa de capitalización. Sin embargo las empresas pueden tener altos ratios precio - beneficio, no debido a que el precio sea lato, sino a que los beneficios sean bajos. Una empresa que en un periodo tenga un beneficio que sea nulo (beneficio por acción igual a cero) tendrá un infinito PER siempre

que sus acciones mantengan cualquier valor, pero a pesar de estas distinciones a veces es de utilidad el PER en la evaluación de las acciones.

Veremos la evolución del PER de Telecom Argentina y su comparación con Telefónica de Argentina y la variación entre ambas compañías:

Fecha de Cierre	Price Earning Teco	Price Earning Tear	Teco vs Tear
Sep-92	17.0	14.5	17.1 %
Sep-93	19.4	17.0	14.2 %
Sep-94	23.4	19.4	20.8 %
Sep-95	13.0	12.4	4.7 %
Sep-96	15.3	15.3	-0.2 %
Sep-97	19.4	18.3	6.0 %
Sep-98	15.7	14.3	9.5 %
Sep-99	14.9	12.5	19.2 %
Sep-00	17,9	17,1	4.7 %

A excepción del año 1996, el Per de Teco es superior en todos los años al de su par Tear

Calculo de la Beta

El índice Beta nos ofrece cual es la sensibilidad de la acción respecto a los movimientos del mercado. El mercado es la cartera de todas las acciones, por lo tanto la acción media tiene una beta de 1,0. Acciones con betas mayores que 1,0 tienden a amplificar los movimientos conjuntos del mercado. Acciones con betas entre 0 y 1 tienden a moverse en la misma dirección del mercado, pero no tan lejos.

Las betas de Telecom Argentina, mas abajo enunciadas, surgen de la covarianza ente la rentabilidad de la acción de Telecom Argentina y la rentabilidad del MerVal dividido la varianza de la rentabilidad de mercado (MerVal).

La beta de los últimos siete años de la empresa, tomando el rendimiento anual desde Sep-92 hasta Sep-00 fue de 0,32.

Pero si analizamos las betas para cada año, tomando como parámetro el rendimiento de cada trimestre, nos encontramos con betas muy dispares, ellas son:

Fecha de Cierre	Betas
Sep-93	1.33935
Sep-94	2.53689
Sep-95	0.69536
Sep-96	1.00184
Sep-97	0.82408
Sep-98	0.21755
Sep-99	0.25101
Sep-00	0.17723

Los primeros años, Telecom posee una sensibilidad por encima de uno, es decir que si el índice MerVal esperaban que subiera un 20% en el año 93 la acción de Teco esperaban que suba aproximadamente un 27%. Los años de crecimiento de la economía Argentina (93 - 95 - 96)) se esperaba que la acción incrementa su valor por encima del incremento del MerVal, en cambio los años de crisis o recesión (95 - 97 a 99) la acción experimenta un índice menor a 1, por lo tanto sus movimientos no son tan bruscos, ni se incrementara ni descenderá con la fuerza que lo haga el MerVal, sino que van a ser mas amortiguados sus movimientos.

3.6 COMPARACION DE LOS PRINCIPALES RATIOS CON OTRAS EMPRESAS TELEFONICAS A NIVEL MUNDIAL

A continuación el cuadro 6 muestra una comparación entre las 43 principales empresas de telecomunicaciones en cinco zonas a escala mundial. Dicho análisis fue realizado en Septiembre 1999 por Morgan Stanley Dean Witter. Dichas compañías incluyen dentro de sus negocios, telefonía básica, telefonía internacional, telefonía móvil, servicios rurales, etc. Este estudio fue realizado por 21 analista alrededor del mundo. A lo largo del segmento de la industria de telecomunicaciones han examinado los crecimientos, vencimientos y perfil de riesgos, tratando de incorporar las valuaciones y las variables operativas que consideraron significativas.

La lista final de variables puede ser dividida en cuatro sub-segmentos:

- Valuaciones tradicionales (Price earning, precio de mercado, utilidad, etc.)
- Valuaciones de crecimiento (Ingresos, EBITDA, Cash flow, etc.)
- Valuaciones operativas (Crecimiento de ingresos, crecimiento de EBITDA, crecimiento de ganancias, etc.)
- Características de la hoja de balance (Patrimonio, etc.)

Si analizamos los cuadros vemos que tanto las empresas de América del Norte como las Europeas son de un tamaño 10 y 7 veces superior respectivamente en referencia a su valor de empresa y mercado que las de América Latina; y las de Asia (sin Japón) y Japón sola por otro lado, también duplican las de nuestra zona bajo el mismo referente. Dentro de América Latina, a excepción de México, se trata de compañías de tamaño similar, encontrándose Telecom con un valor de mercado 5% superior y un valor empresa 45% superior a la mediana de la zona. Su price earning estimado para los años 1999 se encuentra levemente inferior que la mediana y para el año 2000 si bien disminuye, lo hace menos que la mediana, ya que esta por encima del mismo. Si vemos la relación del EBITDA con respecto al valor de mercado, estimado para los años 1999 y 2000, en ambos casos se encuentra aproximadamente un 5% por encima del promedio y de la mediana de la zona.

Si analizamos el ratio precio de la acción sobre el valor de libro por zonas, America Latina tiene los ratios más bajos pero el rendimiento por acción más importante. El ratio promedio de precio sobre valor de libros de América del Norte es de 5,8 con un rendimiento por acción promedio de 1,8%; Europa posee un ratio promedio de 4,9 con un rendimiento promedio de 1,7%; América Latina posee un ratio promedio de 1,5 con un rendimiento promedio de 4,2%, teniendo Telecom un ratio de 2 y un rendimiento de 4,6%, ambos indicadores mejores que el promedio de la zona; Asia posee un ratio promedio de 5,6

con un rendimiento promedio de 2,1% y Japón posee un ratio promedio de 3,0 con un rendimiento promedio de 0,4%. Otro índice interesante a analizar es el valor empresa sobre los ingresos de cada compañía estimado para los años 1999 y 2000. El mejor índice lo tienen las empresas de Asia con un índice promedio de 5 para ambos años, siguen América del Norte y Europa con un promedio de 3,7 y 3,2 respectivamente y finalizan América Latina y Japón con un índice de 2,3 y 2,2 respectivamente. Telecom coincide en sus medidas con el promedio de la zona.

Telecom es una empresa que en la mayoría de los índices se encuentra cercana a la mediana de la zona y con una diferencia que no llega a ser significativa si lo comparamos con los promedios.

4) ANALISIS FINANCIERO

4.1 FLUJO DE FONDOS DE CADA PERIODO

El cuadro 7 muestra la evolución del estado de origen y aplicación de fondos de Telecom Argentina S.A. para los diez periodos cerrados, tomando como concepto de fondos disponibilidades + inversiones transitorias.

El mismo parte de la utilidad neta del ejercicio de cada año, la cual es ajustada por:

- Ajustes para conciliar la utilidad neta con fondos generados por operaciones.
- Fondos generados por actividad de inversión.
- Fondos generados por actividad de financiamiento

La sumatoria de estos conceptos nos da la disminución (o aumentos) de los fondos para cada periodo, los cuales son:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-91	136.584.-	Sep-92	105.039.-
Sep-93	88.917.-	Sep-94	164.105.-
Sep-95	123.103.-	Sep-96	216.102.-
Sep-97	361.000.-	Sep-98	304.000.-
Sep-99	672.000.-	Sep-00	680.000.-

El cuadro 8 nos muestra la evolución del flujo de caja de Telecom Argentina S.A., para ello parte del saldo de movimientos de fondos anual del cuadro anterior y le agrega aquellos conceptos que afectan al resultado pero que en realidad no representan una erogación efectiva de fondos, como ser las provisiones y amortizaciones. El resultado de dicho cuadro nos muestra la capacidad de generar fondos que tiene Telecom. Los mismos son:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-91	472.245.-	Sep-92	299.913.-
Sep-93	307.682.-	Sep-94	528.665.-
Sep-95	508.649.-	Sep-96	705.930.-
Sep-97	861.898.-	Sep-98	931.000.-
Sep-99	1.396.000.-	Sep-00	1.046.000.-

4.2 FLUJO DE FONDOS DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

El cuadro 9 nos muestra el flujo de fondos de la estructura de financiamiento. Para ello se analiza por un lado la toma de prestamos (ya sean obligaciones negociables, acuerdos bancarios, prestamos sindicados, etc.) y se amortiza el capital según el acuerdo de cada préstamo y por otro lado se devengan los intereses según lo pactado para cada operación. Dado que los intereses son deducibles de impuestos a las ganancias, estos nos permiten un beneficio fiscal equivalente a la tasa de impuesto el cual es deducido del flujo de fondos

El flujo de fondos sería:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-91	174.200.-	Sep-92	230.146.-
Sep-93	332.777.-	Sep-94	114.771.-
Sep-95	13.295.-	Sep-96	221.450.-
Sep-97	213.420.-	Sep-98	53.000.-
Sep-99	531.200.-	Sep-00	237.350.-
Sep-01	(1.198.504.-)	Sep-02	(697.265.-)
Sep-03	(284.539.-)	Sep-04	(271.133.-)
Sep-05	(144.841.-)	Sep-06	(36.353.-)
Sep-07	(276.950.-)	Sep-08	(230.916.-)

Este flujo de fondos nos da una Tasa Interna de Retorno equivalente al 5,63% (Tasa Efectiva Anual), lo que nos permite decir que es esta la tasa media de endeudamiento de Telecom Argentina S.A. Esto explica el motivo por el cual la empresa se endeudo para financiar sus actividades, realmente pagó una tasa real efectiva cercana a la tasa Libor. En caso de no considerar el beneficio fiscal, la tasa se incrementaría a un 8,69% (tasa Efectiva Anual).

4.3 FLUJO DE FONDOS DEL ACCIONISTA

Una vez analizados los flujos de fondos, debemos determinar, a fin de poder evaluar la rentabilidad del negocio, la inversión inicial al momento cero (Año 1990) por el 60% de las acciones a transferir conforme lo dispuesto en el Pliego de Bases y Condiciones. El decreto 420/90 del 28 de febrero de 1990 (publicado en el boletín oficial el día 13 de marzo de 1990), establecía para la Zona Norte en su artículo 1° el pago de U\$S 468.698.747.- para el pago del 60% de las acciones, además el artículo 2 establecía una suma a abonar de libre disponibilidad conforme a lo previsto en la cláusula 5.3 del mencionado pliego de U\$S 100.000.000.- y un último monto previsto en la cláusula 7.3 del referido pliego a abonar en seis años por un total de U\$S 177.570.000.-. Por lo tanto el flujo de fondos del total invertido se puede resumir en el cuadro más abajo detallado:

Cifras expresadas en miles de dólares

Concepto / Año	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
60% de las Acciones	468.699						
Suma Fija	100.000						
Documentos	0	0	63.195	17.595	49.690	30.990	16.100
Total	568.699	0	63.195	17.595	49.690	30.990	16.100

El Cuadro 10 nos muestra dos alternativas de flujo de fondos para los accionistas mayoritarios de Telecom al 30 de septiembre de 2000. Parados en esa fecha podemos analizar si la inversión fue rentable o no tomando en consideración las siguientes alternativas:

Alternativa I:

Toma en consideración la inversión inicial, el proporcional (60%) de los dividendos cobrados y considera que los accionistas venden las acciones, de su tenencia, al valor proporcional del patrimonio neto de la compañía al 30/09/2000. Todos estos datos son reales y nos da el flujo de fondos siguiente:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-90	(568.699.-)	Sep-91	0
Sep-92	(29.764.-)	Sep-93	54.148.-
Sep-94	51.147.-	Sep-95	(135.-)
Sep-96	110.885.-	Sep-97	127.200.-
Sep-98	153.600.-	Sep-99	168.600.-
Sep-00	1.824.600.-		

Con este flujo de fondos podemos obtener la Tasa Interna de Retorno de la inversión realizada por los accionistas de haber realizado las acciones a su valor proporcional y cual sería el Valor Actual Neto de la inversión a diferentes tasas (8%, 12% y 15%) de rentabilidad propuestas que reflejan una ganancia coherente para estos tipos de inversiones.

TIR: 17,46 %	V.A.N. (12%): K\$ 302.567.-
V.A.N. (8%): K\$ 642.836.-	V.A.N. (15%): K\$ 118.484.-

De haber vendido los inversores de Telecom su tenencia de acciones a Sep-2000 al valor proporcional de su patrimonio neto, hubiesen obtenido una Tasa Interna de Retorno por los periodos transcurridos del 17,46%, rentabilidad que supera la media de cualquier inversión a largo plazo. Si por un momento imaginamos que los inversores esperaban una rentabilidad promedio del 12%, al calcular el Valor Actual Neto con esta tasa nos da que no solo alcanzaron dicha rentabilidad sino que además tuvieron un beneficio adicional de \$ 302.567.000.-

Alternativa II:

Es idéntica a la alternativa anterior, pero la única diferencia es que en lugar de tomar el proporcional del valor del patrimonio neto, toma el proporcional del Valor del Mercado de las acciones. Esto nos da el siguiente flujo de fondos:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-90	(568.699.-)	Sep-91	0
Sep-92	(29.764.-)	Sep-93	54.148.-
Sep-94	51.147.-	Sep-95	(135.-)
Sep-96	110.885.-	Sep-97	127.200.-
Sep-98	153.600.-	Sep-99	168.600.-
Sep-00	2.730.634.-		

Con este flujo de fondos podemos obtener la Tasa Interna de Retorno de la inversión realizada por los accionistas de haber realizado las acciones a su valor proporcional y cual sería el Valor Actual Neto de la inversión a diferentes tasas (8%, 12% y 15%) de rentabilidad propuestas que reflejan una ganancia coherente para estos tipos de inversiones.

TIR: 21,09 %	V.A.N. (12%): K\$ 594.286.-
V.A.N. (8%): K\$ 1.062.506.-	V.A.N. (15%): K\$ 342.442.-

Si repetimos el razonamiento anterior, pero considerando el valor proporcional de mercado, hubiesen obtenido una Tasa Interna de Retorno por los periodos transcurridos del 21,09%. Si los inversores esperaban una rentabilidad promedio del 12%, al calcular el Valor Actual Neto con esta tasa nos da que no solo alcanzaron dicha rentabilidad sino que además tuvieron un beneficio adicional de \$ 594.286.000.-

4.4 CALCULO DE LA T.I.R. Y EL V.A.N. DIFERENTES HIPOTESIS

Como podemos observar, la inversión ya fue rentable para los accionistas. Cualquier operación futura o hipótesis que se incluya solo hará incrementar su rentabilidad. Ahora vamos a considerar cada uno de los flujos de fondos para cada año de la compañía, el flujo de fondos de la estructura de financiamiento y los dividendos pagados por la compañía. La sumatoria de todos estos flujos nos arroja el flujo de fondos que le queda al accionista, independientemente que haya retirado o no esta rentabilidad. Para poder hacer una mejor comparación he adoptado ciertos supuestos a saber:

- Los ejercicios cerrados hasta 2000 son a base de datos reales
- No he tomado ningún nuevo préstamo a partir del 30/09/2000 y he efectuado la amortización del capital y de los intereses de acuerdo a lo pactado para cada operación.
- He considerado que la empresa mantendrá como mínimo el mismo flujo de fondos del último año (2000) y solo esta corregido por las amortizaciones futuras que ya fueron completadas.
- No he considerado el pago de dividendos.

Si analizamos los flujos de fondos expuestos en el cuadro 11 incluyendo además la inversión inicial, estamos en condiciones de calcular la Tasa Interna de retorno y El Valor Actual Neto. Para ello he adoptado diferentes hipótesis.

□ Hipótesis I: Aquí solo he considerado el flujo de fondo real desde la creación de la empresa hasta el balance cerrado el 30/09/2000. No he considerado ningún ingreso extra como ninguna cancelación de pasivos (o podemos decirlo de otro modo, el valor residual de los activos es similar a la deuda de la compañía). Ella nos arroja los siguientes flujos de fondos:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-90	(568.699.-)	Sep-91	387.867.-
Sep-92	288.271.-	Sep-93	438.424.-
Sep-94	437.209.-	Sep-95	313.032.-
Sep-96	667.313.-	Sep-97	772.391.-
Sep-98	744.000.-	Sep-99	1.324.920.-
Sep-00	931.410.-		

Estos nos arroja las siguientes T.I.R. y V.A.N.:

TIR: 69,52%	V.A.N. (12%): K\$ 2.534.791.-
V.A.N. (8%): K\$ 3.279.062.-	V.A.N. (15%): K\$ 2.104.918.-

□ Hipótesis II: En una segunda hipótesis, además de considerar lo real he considerado que la empresa mantendrá un flujo de fondos similar al flujo de fondos del último periodo (Si analizamos los flujos de fondos hubo un incremento año tras año, por eso considere como mínima que la empresa mantendría el último flujo del año 2000) y el mismo lo he corregido por las amortizaciones de Bienes de uso reales para los periodos siguientes sin considerar ninguna alta. Esto nos arroja los siguientes valores:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-90	(568.699.-)	Sep-91	387.867.-
Sep-92	288.271.-	Sep-93	438.424.-
Sep-94	437.209.-	Sep-95	313.032.-
Sep-96	667.313.-	Sep-97	772.391.-
Sep-98	744.000.-	Sep-99	1.324.920.-
Sep-00	846.750.-	Sep-01	48.928.-
Sep-02	349.671.-	Sep-03	623.107.-
Sep-04	646.150.-	Sep-05	728.129.-
Sep-06	819.442.-	Sep-07	681.264.-
Sep-08	708.884.-		

Estos nos arroja las siguientes T.I.R. y V.A.N.:

TIR: 69,74%	V.A.N. (12%): K\$ 3.350.261.-
V.A.N. (8%): K\$ 4.687.379.-	V.A.N. (15%): K\$ 2.654.547.-

□ Hipótesis III: Como última hipótesis he considerado que la empresa no tiene mas ingreso y cancela sus pasivos a la medida que los mismos van venciendo. Esta sería la hipótesis mas pesimista, la empresa se hace cargo de las deudas pero no tiene mas ingreso ni por su

actividad ni por la venta de la empresa o la totalidad de su activo. Esto nos arroja los siguientes valores:

Cifras expresadas en miles de Pesos

Sep-90	(568.699.-)	Sep-91	387.867.-
Sep-92	288.271.-	Sep-93	438.424.-
Sep-94	437.209.-	Sep-95	313.032.-
Sep-96	667.313.-	Sep-97	772.391.-
Sep-98	744.000.-	Sep-99	1.324.920.-
Sep-00	142.410.-	Sep-01	(719.102.-)
Sep-02	(418.359.-)	Sep-03	(170.723.-)
Sep-04	(162.680.-)	Sep-05	(86.905.-)
Sep-06	(21.812.-)	Sep-07	(166.170.-)
Sep-08	(138.550.-)		

Estos nos arroja las siguientes T.I.R. y V.A.N.:

TIR: 68,71%	V.A.N. (12%): K\$ 1.838.376.-
V.A.N. (8%): K\$ 2.215.887.-	V.A.N. (15%): K\$ 1.591.192.-

Independiente de la hipótesis que tomemos, la empresa ha recuperado su inversión en un plazo muy corto (aproximadamente en algo menos de 2 años) y a la fecha ha obtenido una tasa interna de retorno superior al 65% que dudo que haya muchas inversiones que tengan estos índices de retorno.

5 CONCLUSION FINAL

El estudio realizado trata de la evolución de Telecom Argentina desde su creación hasta el balance comercial cerrado en Septiembre de 2000.

Antes de profundizar en la conclusión final hay que tener presente que en el momento de la privatización, Argentina salía de atravesar por una profunda crisis económica. Acababa de salir de una etapa de hiperinflación, de inestabilidad económica aguda y bajo este panorama de incertidumbre era muy difícil que empresas quisieran tomar riesgo de invertir. Tal vez hoy podamos decir que, teniendo conocimiento del desarrollo posterior del mercado y la economía (estabilidad económica, crédito al sector empresario, etc.), Argentina se apresuro a vender sus empresas públicas, entre ellas la de servicios telefónicos, y lamentablemente no lo hizo del todo bien. Hoy, conociendo la evolución de los años, tenemos muchos interrogantes o reclamos que hacer al Gobierno ¿Por qué monopolizar el servicio por siete años con opción a dos años mas? ¿Por qué garantizar tarifas en dólares con el incremento de la inflación de EE.UU. si nosotros vivimos en pesos? ¿Por qué malvendieron o regalaron ENTel?, etc. Estas preguntas las hacemos ahora por que tenemos el conocimiento de los acontecimientos, hay certeza, palabra que no existía hacía el año 1990. ENTel era, como muchas otras, una empresa del Estado, mal manejada, burocrática e ineficiente, con una desinversión muy grande comparada con otros países, con maquinarias obsoletas y una espera para proporcionar servicios medidas en años (aproximadamente cuatro). Hoy el servicio ha evolucionado, las empresas que se hicieron cargo de ENTel han invertido en tecnología, Argentina cuenta, a partir de 1997, con un 100% de digitalización de sus redes, con una instalación de línea medida en días (10 días en promedio) y un parque de teléfonos públicos que se incremento mas del 615 % desde el momento en que el Estado privatizó el servicio. La empresa paso de tener 74 líneas de servicio por cada empleados en 1990 a 382 líneas por empleado en 2000. Las líneas de servicio -total país- se incrementaron 157 % pasando de 3.107.000 líneas al momento de la privatización a 7.995.800 líneas a Sep-00. La calidad del servicio también se vio mejorada, reduciéndose el tiempo promedio de reparación a 1 día y el porcentaje de líneas fuera de servicio es solo del 0,1%. A Sep-00 el sistema telefónico de la compañía incluía 3,743 millones de líneas en servicio, un 162 % por encima del momento de hacerse cargo de la empresa, con una densidad del 21,2 cada 100 habitantes.

Los ingresos netos de Telecom se incrementaron a lo largo de los años un 229%, alcanzando picos del 30% de un año a otro. Hubo un crecimiento continuado a excepción de los periodos 95-96 y 98-99, años durante los cuales el país soporto dos recesiones profundas, como fueron el Efecto Tequila para el primer periodo y la crisis asiática, default ruso y devaluación del real para el segundo periodo. El negocio total de la compañía se divide en: Telefonía Básica, Telefonía Internacional, Telefonía Móvil, Datos e Internet y Edición de Guías.

Es el negocio de Nacional de Telefonía Básica el principal componente de los ingresos, representando a inicio de la compañía un 83 % y descendió al 63 % hacia

fines de Sep-00, debido principalmente al crecimiento de la telefonía móvil que le restó participación porcentual. Este rubro experimentó un incremento del 186 %, siendo los 4 primeros años los más importantes, a consecuencia de los ingresos provenientes por cargo de instalación a nuevos clientes. En el mismo periodo las líneas de telefonía básica se incrementaron en un 60%, también hay que tener en cuenta la penetración en la telefonía pública y el incremento de los abonos proveniente de la mayor cantidad de líneas en servicio.

Con referencia a la telefonía internacional, la misma mantuvo un crecimiento en los primeros años, pero luego del año 1995 con la aparición del call-back a precios más competitivos y el hueco en la legislación vigente hicieron caer sus ingresos, además a partir de 1997 el sector quedó desregulado y tuvo que soportar la inserción en el mercado de nuevos jugadores como ser Movicom y CTI Móvil.

La telefonía móvil tiene un crecimiento muy importante, sobre todo durante 1997 (+216%) y 1998 (+110%), esto se debe principalmente al aumento de la cantidad de clientes y la evolución del tráfico total. Representa un negocio para la compañía de más de 800 millones de pesos al año con importantes tasas de crecimiento.

El negocio de Datos e Internet y Edición de Guías, son constantes ambos y como complemento de la actividad principal, recién en 1998 Internet comienza a tener un salto significativo con respecto al año anterior (+81%).

La empresa se mueve en un mercado que si bien no es monopolístico en teoría, lo es en la práctica, ya que para ninguna empresa es rentable un nuevo tendido de redes para el negocio de la telefonía fija, para la zona por la cual obtuvo la licencia (zona Norte) y para el negocio de ediciones de guía. Tanto la telefonía internacional como la móvil ya se encuentran en un mercado competitivo pero la efectividad conseguida en los años de monopolio les hace mantener una buena posición en el mercado. La actividad de datos e Internet es una actividad que está totalmente desregulada y no depende de ninguna licencia.

Desde el punto de vista de la demanda se tratan de productos de consumo masivos.

La estructura tarifaria de la telefonía está regulada por el Gobierno, los aspectos principales contemplados en el acuerdo entre empresas y gobierno son los siguientes:

- La tarifa medida en pulsos básicos, se fija en dólares estadounidenses y se ajustará dos veces al año (abril y octubre) en función a la variación operada en el Índice de Precios al Consumidor de los EE.UU.
- La facturación a los clientes se continuará realizando en moneda nacional, para lo cual se considera el tipo de cambio vigente a la fecha de cierre del proceso de facturación.
- Reducción progresiva de los niveles tarifarios por derechos de conexión, a fin de adecuarlos a niveles internacionales hacia el final del periodo de exclusividad.
- Reestructuración paulatina de las tarifas vigentes a través de la ponderación de los siguientes factores: la reducción de los actuales tramos y niveles tarifarios urbanos; la incorporación del elemento de discriminación horaria; la

reducción de niveles tarifarios del servicio internacional, categoría de abonados, etc.

Si analizamos los indicadores de la Compañía vemos que su tasa de rentabilidad promedio ronda el 12% con referencia a su Patrimonio Neto, posee una liquidez aproximada a 1, por lo que en el corto plazo cada peso de deuda tiene una contrapartida en su activo. Este tipo de empresas tiene una gran inmovilización de activos, los mismos están financiadas por deudas a largo plazo, como consecuencia de esto su índice de endeudamiento y leverage son de empresas con estas características.

Al momento de lanzarse la acción al mercado en marzo de 1992, la misma se cotizó un 108% sobre la par, siendo la cotización \$ 4,34 y su valor de libro \$ 2,08. La acción tuvo variaciones dispares a lo largo del periodo bajo análisis, siendo su cotización máxima el 8 de febrero de 2000 a \$ 9,20 y su cotización mínima el 13 de noviembre de 1992 a \$ 2,62.

Si hacemos un comparativo entre Telecom y Telefónica, debemos partir de la base que Telefónica dispone de una zona mas interesante económicamente, sobre la cual no solo ofreció un 14% mas en su valor ofertado sino que escogió al ganar en ambas zonas. Si comparamos los estados de resultados consolidado a Septiembre de 2000, vemos que la venta de Telefónica es superior en un 4,3% a Sep-00 y en 6,4% a Sep-99. La diferencia se acorta por dos razones principales, para el mismo periodo Telefónica paso de tener de un 13 % de diferencia en líneas en servicio a Sep-99 a solo un 12 % en Sep-00 y al tratarse del consolidado, en la Telefonía Móvil Telecom Personal posee un 20 % mas de líneas entregadas. La ganancia bruta de explotación equivale al 24 % de la cifra de venta de Telefónica y solo el 20 % de Telecom, esto se debe a que Telefónica es más eficiente en sus gastos de explotación, ya que con un valor nominal similar al de Telecom, puede facturar 387 Millones de pesos más. Esta diferencia se mantiene en el resultado neto, mientras que el resultado neto a Sep-00 de Telecom es de 271 millones de pesos (8 % de su cifra de ventas) el de Telefónica es de 343 millones de pesos (9 % de su cifra de ventas). Si solo analizamos el estado de resultado individual, correspondiente a la actividad de telefonía básica, la diferencia de facturación coincide casi exactamente con la diferencia del parque telefónico para cada año, 15,8 % para el ejercicio 98; 13,7% para el ejercicio 99 y 16,7 % para el ejercicio 2000. Cuando analizamos las ventas con los empleados efectivos de cada compañía, vemos que sus ratios presentan una volatilidad similar, siendo su máximo desvío un 10,9 % a favor de Telefónica en Sep-97, terminando el ejercicio 00 con una diferencia a favor del 10,9 % siendo 249 el ratio de Telecom y 280 el de Telefónica. (cifra en miles de pesos). Si hacemos lo mismo con las líneas en servicio, vemos que la volatilidad es menor, tiene su máximo en Sep-95 con una diferencia del 5,9 % a favor de Telefónica pero al cierre del ejercicio 00 la diferencia es de solo el 2,9 %, habiendo tenido Telecom un ratio mejor en Sep-98 de 1,2%.

Si pasamos a comparar otros indicadores mas de gestión entre ambas compañías, vemos que la evolución de la demanda de nuevas líneas fue superior en promedio del 24% a favor de Telefónica hasta el ejercicio 97, perdiendo terreno frente a Telecom en el ejercicio 98 por un 30% y en el 99 en un 10%. Si analizamos

el parque de líneas en servicio, el mismo fue siempre superior para Telefónica, pero descendiendo año tras año para llegar como ya lo indicamos anteriormente a una diferencia del 13%. Este crecimiento de Telecom también se ve en la densidad telefónica, donde Telecom creció un 90%, pasando de 10,2% en Sep-92 a 19,4% en Sep-99 y Telefónica tuvo un crecimiento del 82% pasando del 12,6 % al 22,9% para las mismas fechas, si bien sigue siendo todavía un 15,4% superior en Sep-92 lo era un 19% a Sep-92. Las líneas totales instaladas de ambas compañías suman 7.995.800, perteneciendo el 55% a Telefónica y el resto a Telecom, teniendo ambas un promedio de utilización del 90% en promedio. Telefónica posee también más desarrollado el parque de telefonía pública, con una diferencia promedio superior del 22%, siendo su parque a Sep-99 de 96.500 unidades contra 71.400 de Telecom. Si comparamos las líneas por empleado, ambas empresas parten con un plantel casi similar, solo 1,6% de diferencia a favor de Telecom (Telecom 17.179 empleados y Telefónica 17.458), y las líneas en servicio eran de 83 por empleado para Telecom y 102 para Telefónica, ambas tuvieron una evolución muy importante, producto de la reducción de personal por una parte, 46% por parte de Telecom y 42% por parte de Telefónica, y el crecimiento de las líneas instaladas por otra parte. Estos dos movimientos hacen que a Sep-00, Telecom tenga 382 líneas por empleado y Telefónica 426, que si bien sigue siendo superior los es solo un 11,5%, cuando la diferencia a Sep-91 era el 18,5%. Para el caso de la telefonía móvil, ambas compartían exclusivamente hasta el año 1996 Miniphone, una empresa 50% de cada grupo, pero a partir de ese año lanzaron sus propias marcas (Telecom Personal y Unifon), teniendo mejor cuota de mercado en todo momento Telecom, siendo el diferencial a Sep-00 del 20%.

Si vemos el desarrollo bursátil de ambas empresas nos encontramos con compañías que se mueven en forma muy pareja hasta Mar-98, teniendo Telefónica una mejor performance, pero a partir de Jun-98 cambia el panorama y pasa a ser Telecom quien esta mejor posesionada, probablemente el mercado al ver que pronto se desregalaría el mercado comenzó a diferenciar a ambas compañías y a medir sus expectativas futuras dentro de un contexto de competencia. La capitalización bursátil de ambas empresas al momento de lanzarlas al mercado era de un 15% a favor de Telefónica, con un máximo del 67% en Ago-97 y su mínimo en Sep-98 a solo el 3%. Al cierre de este análisis la brecha era del 8%.

Como las otras empresas, Telecom se encuentra fuertemente apalancada, aprovechando el beneficio fiscal de poder deducir los intereses financieros en el cálculo de impuestos a las ganancias, quedándole una tasa neta de endeudamiento del 5,63%, tasa que contribuye a la obtención de mejores resultados. El precio de compra por el 60% de las acciones de ENTel fue de 746,269 millones de dólares y calculada a la fecha la Tasa Interna de Retorno de la inversión inicial si consideramos solo los dividendos cobrados hasta Sep-00 y su valor proporcional patrimonial o su valor proporcional de mercado fue del 17,46% y 21,09% respectivamente, ambas tasas de rentabilidad muy buenas para inversiones de este tipo. Si seguimos analizando los flujos de fondos y tomamos algunas supuestas, como ser la que la compañía mantiene la rentabilidad y el flujo de fondos promedio del

último año, que no toma ningún nuevo préstamo pero cancela los que tiene a la fecha que llegan al año 2008 obtenemos tasas internas de retorno superiores al 65%.

El futuro de Telecom podría ser analizado por línea de negocio de la siguiente manera:

□ Telefonía Básica: si bien hoy se habla mucho de la desregularización total del servicio, ningún nuevo jugador desarrollará una nueva red para competir, sino que utilizará las redes ya desarrolladas por Telecom, por lo tanto continuará, a lo mejor a un precio mas bajo, teniendo el mercado cautivo y a su vez, podrá incursionar dentro de la zona que hoy es exclusiva de Telefónica de Argentina, quien tiene un mercado más grande que el sector de Telecom. Por lo tanto este negocio tendería a mantenerse constante o crecer si da un mejor servicio que la competencia.

□ Telefonía Internacional: Aquí todos los jugadores ya están en el mercado, la caída de ingresos ya se reflejó a partir de 1996 con el ingreso de los call-back, profundizándose estos últimos años con la desregularización del mercado. Las tarifas del servicio ya se encuentran en una meseta, por lo que nueva competencia podría reducir un poco la participación de la empresa en el mercado pero esta línea de negocio no es la que aporta mayor contribución. Por lo tanto esta línea de negocio podría conservarse o achicarse, pero eso no influenciaría mucho en el resultado de la compañía.

□ Telefonía Móvil: Acá estamos con la niña mimada de la compañía. Este es el sector que más creció en los últimos años y el de mas desarrollo tecnológico en el futuro. Si bien es el mercado más competitivo dentro de la telefonía, en el año 2000 Telecom contaba con el 43,7% de la participación del mercado en el AMBA (Gran Buenos Aires y Capital Federal) y el 74,6 % de la participación del mercado en la zona Norte del país, zona de mayor influencia de Telecom. A esta fecha aún no tenía participación en la zona Sur del país, mercado que desarrollará en un futuro. Por lo tanto este mercado tenderá a ampliarse, como en los anteriores el servicio que preste será el pilar fundamental para poder sacarle clientes a la competencia.

□ Datos e Internet: Si bien es una línea que no tiene mucha preponderancia en los resultados de la compañía (representa menos del 3% de la facturación total), es la que podría tener un importante crecimiento, ya que el mercado de Internet, aún no esta muy desarrollado en la Argentina, sobre todo en las casas de familia. Por lo tanto, aunque tenga un crecimiento, el mismo no tendrá una contribución importante para la Compañía.

□ Edición de Guías: Es el negocio mas chico dentro de la compañía, no llega a representar el 2% de la facturación. El mismo se mantuvo constante durante los últimos cinco años. El mismo continuará estable en el futuro.

□ Un nuevo nicho de mercado, en el cual hoy no se le permite competir, pero que en el futuro junto a la desregularización de todo el sistema, es el de la transmisión de datos e imagen, es decir el de incursionar en el negocio de la TV satelital o por cable.

Para concluir con el trabajo, y si luego de todo el análisis efectuado de la empresa, debería dar una opinión profesional sobre el futuro del negocio, teniendo en cuenta que la desregularización, diría que Telecom:

- Puede capitalizar mejor que los nuevos jugadores las oportunidades que ofrece el futuro escenario de la competencia.
- El mercado de Sur (hoy exclusivo de Telefónica) es más grande que el mercado Norte (hoy exclusivo de Telecom)
- Cuenta con un experimentado management.
- Ya ha realizado las inversiones más importantes. Por lo tanto los nuevos planes de inversión no demandarán aumentos de endeudamiento.
- Tiene una sólida generación de fondos y una sana estructura de Capital.
- El resultado de la empresa se mantendrá o incrementará, ya que conservara casi todo la participación de mercado de la telefonía básica e internacional, aumentará los ingresos por telefonía celular y transmisión de datos e Internet, con la posibilidad de agregar servicios con mayor valor agregado.
- No esta afectada por la baja de los commodities.

Por lo tanto, independientemente a los movimientos cíclicos de la economía y el mercado, al momento del análisis, Telecom fue una muy buena inversión para los accionistas quienes obtuvieron tasas de rentabilidad que superaron los estándares internacionales y que hubiese sido mejor si hubiera realizado sus acciones en los mejores momento del mercado. De todos modos, han tenido como remuneración hasta ese momento el cobro de los dividendos, que dependen directamente de la compañía y que tiene un payout ratio del 75% en promedio.

Ahora bien los comentarios que hice anteriormente están hechos en base a una continuidad de las variables macroeconómicas, pero que pasaría con la empresa si el país cambiara las reglas de juego, como afectaría una devaluación de la moneda en el balance de Telecom y por ende en los accionistas. Fue un buen negocio para estos últimos continuar con las acciones o hubiese sido mejor desprenderse del 60% de las mismas.

Voy a analizar primero como afectaría una devaluación a la Compañía. En este nuevo contexto, los riesgos pueden dividirse en dos grupos:

- 1) Los ingresos de la compañía, aquí el riesgo se puede analizar del lado que el país no indexe como pactado los ingresos por la variación dólar y los mismos queden pesificados
- 2) Las deudas de la Compañía, la empresa se encuentra fuertemente endeudada en moneda extranjera (dólares, euros, yenes).

En realidad ambos puntos tienen una fuerte correlación ya que, ante un escenario de devaluación muy difícilmente el Gobierno va a permitir trasladar en forma inmediata el efecto devaluatorio a las tarifas telefónicas, esto afecta directamente al flujo de fondo de la empresa y obviamente a su capacidad de pago en moneda fuerte.

Con referencia al primer punto, los ingresos, cabe mencionar que el país esta atravesando una fuerte recesión, esto por si solo ya afecta a la demanda del uso del servicio telefónico y al incremento de la morosidad. Por lo tanto, ante un cambio de la paridad dólar / peso, incrementar el valor de las tarifas podría

conllevar a una hiperinflación, por lo que el Gobierno tratará de mantener las mismas estables en pesos lo que afecta directamente al cash flow de la compañía y a su capacidad de generar divisas para el pago de capital e intereses de la deuda, inversiones y pago de dividendos. Un escenario de este tipo no es viable por mucho tiempo, por lo que una negociación entre el Gobierno y la empresa será inevitable, pero el periodo de transición será complicado para la empresa.

De todos modos, creo que las tarifas que poseía la compañía a la fecha de este estudio en dólares no volverán, pero pueden negociarse otros ítems que contribuirían a la baja de costo de la empresa sin afectar a la tarifa de la misma como ser:

- a) Aprobar el pago de IVA sobre lo percibido (hoy Telecom tiene un alto índice de incobrabilidad sobre el que tributa impuesto)
- b) Eliminar para el sector el concepto de renta presunta
- c) Eximir de Impuesto a las ganancias a las utilidades destinadas a reinversión.

Desde el punto de vista de la deuda, la podemos analizar viendo el tipo de deuda que posee la compañía y en que moneda, cual es la ley que se aplica y quienes son los acreedores:

Tipo de Deuda	Ley Aplicable	Acreedor
Obligaciones Negociables (U\$S)	Extranjera	Bancos / Fondos de pensiones / Compañías de seguros / Inversiones institucionales / Individuos
Deuda Financiera (U\$S)	Extranjera	Bancos
Deuda Financiera (\$)	Argentina	Bancos

Más del 90% de la deuda de Telecom esta nominada en moneda extranjera, cualquier cambio en la convertibilidad afectaría seriamente a la capacidad de pago de la misma si sus ingresos no se mantienen en la misma divisa, por lo que se me ocurren por lo menos tres alternativas diferentes:

- a) Capitalizar la deuda, el cual desde mi punto de vista es el mejor escenario para Telecom Argentina, y creo que será el camino más deseable para acreedores y accionistas. La compañía necesita reducir sus deudas para ser viable en el largo plazo.
- b) Reestructuración de los vencimientos de las deudas y las tasas de interés. Este escenario es más complicado ya que más del 50% de las obligaciones negociables están en el exterior en manos de un número elevado de fondos de pensiones y personas lo que dificulta la negociación. De todos modos, una reestructuración no es a mi vista una solución para el largo plazo.
- c) Quita de la deuda, que es la peor salida para los acreedores ya que perderán un porcentaje de sus capitales y con el riesgo de llevar a la compañía a la quiebra.

Es indudable que un cambio en las reglas de juego afectará fuertemente a Telecom, pero por otro es obvio que se deberá llegar a un acuerdo entre el Gobierno y la compañía, ya que:

□ Telecom tiene un gran poder de negociación ya que es una gran corporación que invirtió fuertemente en el país durante los últimos 10 años y emplea a gran número de empleados.

□ Por otro lado es claro que la compañía deberá tener ingresos que le permitan operar en forma rentable (todos los servicios deberán ser retribuidos en función de sus costos) y pagar su deuda.

Redondeando mi opinión final, es claro que Telecom fue un muy buen negocio para los accionistas hasta la fecha de análisis de este estudio, tal como lo explique anteriormente. Un cambio en la convertibilidad afectaría fuertemente a la compañía, disminuyendo sin lugar a dudas sus ingresos en dólares lo que le llevaría replantear su estrategia de endeudamiento (hasta hoy fuertemente apalancada), provocándole tiempos difíciles durante un periodo que denominaría de transición, ya que sus ingresos en pesos quedarán atrasados en moneda fuerte y "que en un plazo de tiempo se adecuaran a estándares internacionales de países con mercado comparables", mientras que sus deudas son en dólares y lo continuarán siendo en este periodo. Durante este lapso, la empresa bajará su valor de mercado, lo que hará atractivo para nuevos jugadores querer comprar la misma pero no será buen negocio para sus accionistas desprenderse de las acciones, considero que sería más prudente mantenerse en sus posiciones hasta que se tenga el nuevo escenario.

De todos modos, no todo sería negativo para la empresa, ya que uno de los efectos positivos que traería este proceso es que en la práctica congelaría la desregulación del sector hasta el momento que se conozcan las nuevas tarifas y podría la compañía sacar alguna ventaja o protección por haber sido quien invirtió en las redes.

CUADROS

BALANCE GENERAL TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS HISTORICAS

Expesados en K\$

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Activo Corriente										
Caja y Bancos	1.560	5.061	2.749	4.689	8.475	9.833	17.000	12.000	17.000	30.000
Inversiones	117.632	89.525	77.381	151.873	120.628	206.269	344.000	292.000	655.000	650.000
Créditos por ventas	274.050	321.605	371.064	365.186	466.254	440.425	532.000	767.000	740.000	849.000
Otros Créditos	1.583	2.863	8.423	11.770	16.321	63.065	56.000	94.000	63.000	114.000
Bienes de Cambio			0	0	5.933	12.784	15.000	33.000	25.000	58.000
Otros Activos	0	0	6.730	7.156	0	0	7.000	5.000	7.000	6.000
Total	394.825	419.054	466.347	540.674	617.611	732.376	971.000	1.203.000	1.507.000	1.707.000
Activo no Corriente										
Créditos por ventas	0	2.880	2.784	2.638	20.770	2.947	12.000	9.000	4.000	6.000
Otros Créditos			53	4.432	4.115	7.159	56.000	36.000	25.000	22.000
Inversiones	90.483	139.326	157.893	188.727	244.616	241.754	37.000	30.000	67.000	82.000
Bienes de Uso Netos	1.582.903	1.930.171	2.462.590	3.181.171	3.845.826	4.209.419	4.618.000	4.700.000	4.999.000	5.185.000
Activos Intangibles	0	0	16.115	12.001	16.975	24.184	99.000	220.000	538.000	577.000
Total	1.673.386	2.072.377	2.639.435	3.388.969	4.132.302	4.485.463	4.822.000	4.995.000	5.633.000	5.872.000
Total Activo	2.068.212	2.491.431	3.105.782	3.929.643	4.749.913	5.217.839	5.793.000	6.198.000	7.140.000	7.579.000
Pasivo Corriente										
Cuentas por Pagar	48.231	178.412	296.017	425.603	441.419	478.447	442.000	482.000	664.000	854.000
Obligaciones a Pagar	2.811	0	47.467	268.654	416.415	576.970	598.000	429.000	638.000	985.000
Remuneraciones y Cs Ss	45.383	60.138	65.349	77.086	70.700	69.928	90.000	82.000	93.000	68.000
Cargas Fiscales	63.070	18.230	73.200	90.615	101.977	102.764	146.000	168.000	72.000	64.000
Otros Pasivos	15.451	20.827	10.430	9.126	9.058	5.737	22.000	56.000	136.000	122.000
Previsiones	0	0	0	0	0	0	0	0	13.000	10.000
Total	174.946	277.607	492.463	871.084	1.039.569	1.233.846	1.298.000	1.217.000	1.616.000	2.103.000
Pasivo no Corriente										
Cuentas por Pagar	178.771	309.837	2.952	0	26.739	12.481	28.000	64.000	134.000	63.000
Obligaciones a Pagar			626.843	918.176	1.158.423	1.401.014	1.767.000	2.033.000	2.389.000	2.509.000
Remuneraciones y Cs Ss			0	0	0	0	22.000	43.000	58.000	47.000
Otros Pasivos	18.508	40.818	32.385	28.311	27.643	23.694	21.000	33.000	98.000	17.000
Previsiones	2.964	19.195	33.760	55.234	66.163	66.726	82.000	95.000	58.000	53.000
Total	200.243	369.850	695.940	1.001.721	1.278.968	1.503.915	1.920.000	2.268.000	2.737.000	2.689.000
Total Pasivo	375.188	647.457	1.188.403	1.872.805	2.318.537	2.737.761	3.218.000	3.485.000	4.353.000	4.792.000
Part. Terceros Soc. Controladas	0	0		2	3	3	0	20.000	17.000	15.000
Patrimonio Neto										
Capital Suscripto	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.681
Ajuste de Capital	655.048	704.231	704.996	723.630	847.829	847.829	847.829	847.829	847.829	847.829
Reservas Facultativa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas Legal	0	2.790	10.029	20.764	36.309	51.638	69.790	84.790	103.790	117.790
Resultados Acumulados	0	2.239	30.662	60.263	244.270	335.883	366.000	402.000	476.000	550.700
Resultados del Ejercicio	53.594	150.333	187.311	267.798	318.584	260.344	307.000	374.000	358.000	271.000
Total	1.693.024	1.843.974	1.917.379	2.056.836	2.431.373	2.480.075	2.575.000	2.693.000	2.770.000	2.772.000
Total Pasivo + P.N.	2.068.212	2.491.431	3.105.782	3.929.643	4.749.913	5.217.839	5.793.000	6.198.000	7.140.000	7.579.000

BALANCE GENERAL TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS AJUSTADAS AL 31 DE AGOSTO DE 1995 A EFECTOS DE SU COMPARACION

Expesados en K\$

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Activo Corriente										
Caja y Bancos	1.788	5.620	3.050	4.915	8.475	9.833	17.000	12.000	17.000	30.000
Inversiones	134.796	99.419	85.866	159.190	120.628	206.269	344.000	292.000	655.000	650.000
Créditos por ventas	314.037	357.146	411.751	382.779	466.254	440.425	532.000	767.000	740.000	849.000
Otros Créditos	1.815	3.179	9.347	12.337	16.321	63.065	56.000	94.000	63.000	114.000
Bienes de Cambio	0	0	0	0	5.933	12.784	15.000	33.000	25.000	58.000
Otros Activos	0	0	7.468	7.501	0	0	7.000	5.000	7.000	6.000
Total	452.436	465.365	517.482	566.722	617.611	732.376	971.000	1.203.000	1.507.000	1.707.000
Activo no Corriente										
Créditos por ventas	0	3.198	3.089	2.765	20.770	2.947	12.000	9.000	4.000	6.000
Otros Créditos	0	0	59	4.646	4.115	7.159	56.000	36.000	25.000	22.000
Inversiones	103.686	154.723	175.206	197.819	244.616	241.754	37.000	30.000	67.000	82.000
Bienes de Uso Netos	1.813.871	2.143.479	2.732.614	3.334.429	3.845.826	4.209.419	4.618.000	4.700.000	4.999.000	5.185.000
Activos Intangibles	0	0	17.882	12.579	16.975	24.184	99.000	220.000	538.000	577.000
Total	1.917.557	2.301.400	2.928.850	3.552.238	4.132.302	4.485.463	4.822.000	4.995.000	5.633.000	5.872.000
Total Activo	2.369.993	2.766.765	3.446.331	4.118.960	4.749.913	5.217.839	5.793.000	6.198.000	7.140.000	7.579.000
Pasivo Corriente										
Cuentas por Pagar	55.269	198.129	328.476	446.107	441.419	478.447	442.000	482.000	664.000	854.000
Obligaciones a Pagar	3.221	0	52.672	281.597	416.415	576.970	598.000	429.000	638.000	985.000
Remuneraciones y Cs Ss	52.004	66.784	72.514	80.800	70.700	69.928	90.000	82.000	93.000	68.000
Cargas Fiscales	72.273	20.245	81.226	94.981	101.977	102.764	146.000	168.000	72.000	64.000
Otros Pasivos	17.706	23.129	11.573	9.566	9.058	5.737	22.000	56.000	136.000	122.000
Previsiones	0	0	0	0	0	0	0	0	13.000	10.000
Total	200.473	308.286	546.461	913.050	1.039.569	1.233.846	1.298.000	1.217.000	1.616.000	2.103.000
Pasivo no Corriente										
Cuentas por Pagar	204.856	344.078	3.276	0	26.739	12.481	28.000	64.000	134.000	63.000
Obligaciones a Pagar	0	0	695.576	962.411	1.158.423	1.401.014	1.767.000	2.033.000	2.389.000	2.509.000
Remuneraciones y Cs Ss	0	0	0	0	0	0	22.000	43.000	58.000	47.000
Otros Pasivos	21.208	45.329	35.936	29.675	27.643	23.694	21.000	33.000	98.000	17.000
Previsiones	3.397	21.316	37.461	57.895	66.163	66.726	82.000	95.000	58.000	53.000
Total	229.461	410.723	772.250	1.049.981	1.278.968	1.503.915	1.920.000	2.268.000	2.737.000	2.689.000
Total Pasivo	429.934	719.009	1.318.711	1.963.031	2.318.537	2.737.761	3.218.000	3.485.000	4.353.000	4.792.000
Part. Terceros Soc. Controladas	0	0	0	2	3	3	0	20.000	17.000	15.000
Patrimonio Neto										
Capital Suscripto	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.381	984.681
Ajuste de Capital	894.264	890.844	890.237	805.916	847.829	847.829	847.829	847.829	847.829	847.829
Reservas Facultativa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reservas Legal	0	3.098	11.129	21.764	36.309	51.638	69.790	84.790	103.790	117.790
Resultados Acumulados	0	2.486	34.024	63.166	244.270	335.883	366.000	402.000	476.000	550.700
Resultados del Ejercicio	61.414	166.947	207.849	280.700	318.584	260.344	307.000	374.000	358.000	271.000
Total	1.940.060	2.047.756	2.127.620	2.155.928	2.431.373	2.480.075	2.575.000	2.693.000	2.770.000	2.772.000
Total Pasivo + P.N.	2.369.993	2.766.765	3.446.331	4.118.960	4.749.913	5.217.839	5.793.000	6.198.000	7.140.000	7.579.000

ESTADO DE RESULTADOS TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS HISTORICAS

Expesados en K\$

	1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000		
Ingresos por Ventas	856.103		1.200.432		1.423.331		1.825.827		1.980.159		1.983.274		2.585.000		3.173.000		3.183.000		3.226.000		
Costos de explotación	-604.817	-71%	-794.822	-66%	-934.264	-66%	-1.083.413	-59%	-1.201.918	-61%	-1.167.546	-59%	-1.391.000	-54%	-1.586.000	-50%	-1.538.000	-48%	-1.729.000	-54%	
Ganancia Bruta	251.286	29%	405.610	34%	489.067	34%	742.414	41%	778.241	39%	815.728	41%	1.194.000	46%	1.587.000	50%	1.645.000	52%	1.497.000	47%	
Gastos de Administracion	-77.460	-9%	-120.523	-10%	-134.725	-9%	-121.544	-7%	-124.476	-6%	-118.306	-6%	-178.000	-7%	-208.000	-7%	-238.000	-7%	-235.000	-7%	
Gastos de Comercializacion	-64.101	-7%	-83.561	-7%	-84.189	-6%	-194.841	-11%	-200.523	-10%	-206.515	-10%	-331.000	-13%	-562.000	-18%	-661.000	-21%	-631.000	-20%	
Ganancia de explotación	109.725	13%	201.526	17%	270.152	19%	426.029	23%	453.242	23%	490.907	25%	685.000	26%	817.000	26%	746.000	23%	631.000	20%	
Rdos. de Inv. Permanentes	7.380	1%	17.508	1%	37.366	3%	45.756	3%	16.940	1%	-2.464	0%	-1.000	0%	-7.000	0%	-7.000	0%	-8.000	0%	
Otros ingresos y egresos	-39.998	-5%	-81.220	-7%	-57.365	-4%	-81.198	-4%	-77.258	-4%	-69.797	-4%	-107.000	-4%	-145.000	-5%	-164.000	-5%	-217.000	-7%	
Rdos. Fin. y por Tenencia	13.010	2%	44.519	4%	7.061	0%	-31.536	-2%	39.311	2%	-39.447	-2%	-112.000	-4%	-85.000	-3%	-73.000	-2%	-52.000	-2%	
Gcia. op. Ordinarias	90.117	11%	182.333	15%	257.214	18%	359.051	20%	432.235	22%	379.199	19%	465.000	18%	580.000	18%	502.000	16%	354.000	11%	
Impuestos a las Ganancias	-36.522	-4%	-32.000	-3%	-69.904	-5%	-91.252	-5%	-113.650	-6%	-118.856	-6%	-158.000	-6%	-208.000	-7%	-147.000	-5%	-85.000	-3%	
Part. Terceros Soc. Controladas	0	0%	0	0%	0	0%	-1	0%	-1	0%	1	0%	0	0%	2.000	0%	3.000	0%	2.000	0%	
Rdo. Neto	53.594	6%	150.333	13%	187.311	13%	267.798	15%	318.584	16%	260.344	13%	307.000	12%	374.000	12%	358.000	11%	271.000	9%	

ESTADO DE RESULTADO TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS AJUSTADAS AL 31 DE AGOSTO DE 1995 A EFECTOS DE SU COMPARACION

Expesados en K\$

	1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000		
Ingresos por Ventas	981.020		1.333.095		1.579.399		1.913.789		1.980.159		1.983.274		2.585.000		3.173.000		3.183.000		3.226.000		
Costos de explotación	-693.068	-71%	-882.660	-66%	-1.036.706	-66%	-1.135.608	-59%	-1.201.918	-61%	-1.167.546	-59%	-1.391.000	-54%	-1.586.000	-50%	-1.538.000	-48%	-1.729.000	-54%	
Ganancia Bruta	287.953	29%	450.435	34%	542.693	34%	778.181	41%	778.241	39%	815.728	41%	1.194.000	46%	1.587.000	50%	1.645.000	52%	1.497.000	47%	
Gastos de Administracion	-88.763	-9%	-133.842	-10%	-149.498	-9%	-127.400	-7%	-124.476	-6%	-118.306	-6%	-178.000	-7%	-208.000	-7%	-238.000	-7%	-235.000	-7%	
Gastos de Comercializacion	-73.454	-7%	-92.796	-7%	-93.421	-6%	-204.228	-11%	-200.523	-10%	-206.515	-10%	-331.000	-13%	-562.000	-18%	-661.000	-21%	-631.000	-20%	
Ganancia de explotación	125.736	13%	223.797	17%	299.774	19%	446.554	23%	453.242	23%	490.907	25%	685.000	26%	817.000	26%	746.000	23%	631.000	20%	
Rdos. de Inv. Permanentes	8.456	1%	19.443	1%	41.464	3%	47.960	3%	16.940	1%	-2.464	0%	-1.000	0%	-7.000	0%	-7.000	0%	-8.000	0%	
Otros ingresos y egresos	-45.834	-5%	-90.196	-7%	-63.656	-4%	-85.110	-4%	-77.258	-4%	-69.797	-4%	-107.000	-4%	-145.000	-5%	-164.000	-5%	-217.000	-7%	
Rdos. Fin. y por Tenencia	14.908	2%	49.439	4%	7.835	0%	-33.055	-2%	39.311	2%	-39.447	-2%	-112.000	-4%	-85.000	-3%	-73.000	-2%	-52.000	-2%	
Gcia. op. Ordinarias	103.266	11%	202.483	15%	285.418	18%	376.349	20%	432.235	22%	379.199	19%	465.000	18%	580.000	18%	502.000	16%	354.000	11%	
Impuestos a las Ganancias	-41.851	-4%	-35.536	-3%	-77.569	-5%	-95.648	-5%	-113.650	-6%	-118.856	-6%	-158.000	-6%	-208.000	-7%	-147.000	-5%	-85.000	-3%	
Part. Terceros Soc. Controladas	0	0%	0	0%	0	0%	-1	0%	-1	0%	1	0%	0	0%	2.000	0%	3.000	0%	2.000	0%	
Rdo. Neto	61.414	6%	166.947	13%	207.849	13%	280.700	15%	318.584	16%	260.344	13%	307.000	12%	374.000	12%	358.000	11%	271.000	9%	

RATIOS E INDICADORES MAS IMPORTANTES

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tasa de Rentabilidad (Utilidad/Capital)	3,17%	8,15%	9,77%	13,02%	13,10%	10,50%	11,92%	13,89%	12,92%	9,78%
Util Patrimonio Neto (Utilidad/PNI+(PN C/2))		8,37%	9,96%	13,11%	13,89%	10,60%	12,15%	14,20%	13,11%	9,78%
Liquidez Corriente (Act Cte/Pas Cte)	2,26	1,51	0,95	0,62	0,59	0,59	0,75	0,99	0,93	0,81
Liquidez Acida ((Act Cte-Bs Cbio)/Pas Cte)	2,26	1,51	0,95	0,62	0,59	0,58	0,74	0,96	0,92	0,78
Liquidez Exigible (Disp. + Inv)/Pas Cte	0,68	0,34	0,16	0,18	0,12	0,18	0,28	0,25	0,42	0,32
Endeudamiento (Pasivo/PN)	0,22	0,35	0,62	0,91	0,95	1,10	1,25	1,29	1,57	1,73
Fin de la Inmovilizacion (PN/Act. no Cte)	101,17%	88,98%	72,64%	60,69%	58,84%	55,29%	53,40%	53,91%	49,17%	47,21%
Rot. Dias en la Calle (VECES) (Ventas/Cred)	3,12	3,73	3,84	5,00	4,25	4,50	4,86	4,14	4,30	3,80
Rot. Dias en la Calle (DIAS) (365/rot veces)	117	98	95	73	86	81	75	88	85	96
Indice Dupont (AxB) A=(Util/Vtas) B=(Vtas/Cap)	3,17% 6,26% 50,57%	8,15% 12,52% 65,10%	9,77% 13,16% 74,23%	13,02% 14,67% 88,77%	13,10% 16,09% 81,44%	10,50% 13,13% 79,97%	11,92% 11,88% 100,39%	13,89% 11,79% 117,82%	12,92% 11,25% 114,91%	9,78% 8,40% 116,38%
Leverage (A/B) A=(Util/PN) B=(Util+Int)/Activo	1,19 3,17% 2,66%	1,26 8,15% 6,45%	1,44 9,77% 6,81%	1,49 13,02% 8,75%	1,58 13,10% 8,29%	1,63 10,50% 6,45%	1,81 11,92% 6,58%	1,82 13,89% 7,65%	1,96 12,92% 6,58%	1,25 9,78% 7,81%
EBITDA	448.000	566.000	728.000	982.000	1.105.000	1.102.000	1.276.000	1.561.000	1.439.000	1.464.000
Cobertura EBITDA (EBITDA/Intereses)	259,56	49,44	27,28	12,34	14,70	14,49	17,24	15,61	12,85	4,56
Deuda EBITDA (Deuda Financiera/EBITDA)	0,46	0,61	1,03	1,27	1,45	1,81	1,88	1,62	2,20	2,43

COMPANIA	Clasificación	Valor de Mercado	Valor de Empresa	Crecimiento EPS 3 Años	EPS (Local)		Price Earning		PE a 3 Años EPS		Valor Empresa/EBITDA	
					1999 E	2000 E	1999 E	2000 E	1999E-2002E	2000E-2003E	1999 E	2000 E
AMERICA DEL NORTE												
Alltell	Alta realización	19.465	22.957	16,2%	2,57	3,09	27,3	22,6	1,7	1,6	10,2	9,0
Ameritech	Nuetral	74.513	84.269	7,5%	2,75	2,98	24,4	22,5	3,2	3,0	10,6	9,9
AT&T	Nuetral	153.656	182.475	0,1%	2,13	2,33	22,0	20,1	1,5	1,2	9,1	8,0
Bell Atlantic	Recomendada	96.540	117.247	9,7%	3,03	3,34	20,2	18,3	2,1	2,0	7,9	7,3
BellSouth Corp.	Nuetral	91.274	106.875	9,9%	1,96	2,16	24,4	22,1	2,5	2,3	9,4	8,6
Century Telephone Ent.	Alta realización	5.518	7.994	13,2%	1,66	1,88	23,5	20,9	1,8	1,6	9,2	8,9
Commowealth Telephone Ent	Alta realización	1.021	1.205	16,9%	0,83	0,91	53,4	48,5	3,2	2,3	13,7	11,9
GTE	Recomendada	68.766	87.213	12,4%	3,49	3,97	20,1	17,7	1,6	1,6	8,8	8,0
MCI Worldcom	Alta realización	143.533	160.609	29,8%	1,95	2,80	38,1	26,5	1,3	1,3	14,1	11,2
SBC Communications Inc.	Alta realización	103.543	115.056	11,8%	2,38	2,72	21,8	19,1	1,8	1,9	8,6	7,9
Sprint FON Group	Alta realización	39.920	43.907	20,6%	1,75	2,05	25,7	22,0	1,2	1,2	8,8	8,1
Telephone & Data Systems	Alta realización	4.180	5.923	17,2%	2,47	2,42	27,6	28,2	No Disponible	No Disponible	9,9	7,6
<i>Promedio</i>		<i>57.684</i>	<i>67.414</i>	<i>15,0%</i>			<i>27,4</i>	<i>24,0</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>	<i>10,0</i>	<i>8,9</i>
<i>Mediana</i>		<i>54.343</i>	<i>64.088</i>	<i>13,9%</i>			<i>24,4</i>	<i>22,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>9,3</i>	<i>8,4</i>
EUROPA												
British Telecom	Recomendada	96.673	98.244	11,7%	0,38	0,43	24,4	21,3	2,1	2,2	9,0	8,3
France Telecom	Alta realización	75.595	91.870	15,9%	14,46	16,19	32,2	28,8	2,0	1,6	9,2	9,0
KPN	Alta realización	20.971	24.341	11,4%	3,71	4,10	24,7	22,4	2,2	1,7	7,4	7,2
MATAV	Alta realización	6.180	6.965	29,8%	68,74	106,03	20,7	13,4	0,7	0,7	9,1	7,4
Portugal Telecom	Recomendada	7.989	9.103	7,9%	472,63	168,86	16,8	16,9	2,1	1,6	5,6	5,3
SPT	Nuetral	5.659	5.675	32,0%	19,28	26,67	31,1	22,5	1,0	1,0	7,5	6,4
Swisscom	Nuetral	25.784	31.033	15,0%	23,44	30,10	22,4	17,5	1,5	2,0	9,8	9,6
Telecom Italia	Alta realización	50.866	61.251	12,9%	608,82	682,79	28,9	25,8	2,2	2,1	4,7	4,5
TeleKomunikajca Polska	Nuetral	9.358	10.537	37,6%	0,36	0,75	18,4	8,9	0,5	1,0	5,9	4,3
Telefonica de España	Nuetral	51.942	71.534	11,7%	251,13	294,61	9,7	8,3	0,8	0,7	8,6	7,9
<i>Promedio</i>		<i>38.165</i>	<i>46.493</i>	<i>18,6%</i>			<i>22,9</i>	<i>18,6</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>7,7</i>	<i>7,0</i>
<i>Mediana</i>		<i>25.784</i>	<i>31.033</i>	<i>14,0%</i>			<i>23,4</i>	<i>19,4</i>	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>8,0</i>	<i>7,3</i>

CUADRO 6

COMPANÍA	Clasificación	Valor de Mercado	Valor de Empresa	Crecimiento EPS 3 Años	EPS (Local)		Price Earning		PE a 3 Años EPS		Valor Empresa/EBITDA	
					1999 E	2000 E	1999 E	2000 E	1999E-2002E	2000E-2003E	1999 E	2000 E
AMERICA LATINA												
CANTV	Nuetral	3.161	3.287	10,3%	1,39	1,77	15,9	12,5	1,5	3,3	2,8	2,7
CTC	Alta realización	5.384	7.653	26,6%	0,95	1,29	23,6	17,5	0,9	0,9	8,2	7,3
Embratel	Alta realización	3.664	3.882	74,8%	0,24	0,54	46,1	20,4	0,6	0,4	4,4	3,8
Tele Centro Sul Part.	Alta realización	3.595	3.348	18,1%	2,85	3,53	18,9	15,2	1,0	1,0	3,1	2,7
Telecom Argentina	Alta realización	5.328	7.694	13,0%	1,84	2,11	14,7	12,8	1,1	1,2	5,0	4,6
Telefonica de Argentina	Alta realización	6.070	8.397	10,4%	2,28	2,63	12,4	10,7	1,2	1,4	4,7	4,4
Telefonica de Perú	Nuetral	2.869	4.339	12,4%	1,20	1,33	11,2	10,1	0,9	1,0	6,1	5,8
Telesp. Part.	Alta realización	5.601	5.819	23,9%	1,07	1,64	15,7	10,2	0,7	1,0	3,0	2,6
TelMex	Alta realización	28.293	29.103	11,6%	5,77	6,20	13,0	12,1	1,1	0,8	5,3	4,9
<i>Promedio</i>		6.873	7.835	22,3%			19,1	13,5	1,0	1,2	4,6	4,3
<i>Mediana</i>		5.046	5.325	13,0%			15,7	12,5	1,0	1,0	4,7	4,4
ASIA (SIN JAPON)												
cabl & Wirless HKT	Nuetral	26.613	25.297	4,4%	0,92	0,95	18,9	18,2	4,3	3,8	13,4	12,8
Korea Telecom	Alta realización	18.784	26.808	60,2%	1.409,61	3.643,04	51,2	19,8	0,9	0,9	9,0	7,2
PLDT	Nuetral	2.968	5.879	11,8%	49,85	54,92	19,5	17,7	1,7	1,3	8,7	8,1
Indosat	Nuetral	1.759	1.571	4,4%	1.376,36	1.361,27	9,2	9,3	2,1	1,2	7,1	7,1
PT TELKOM	Nuetral	3.715	4.493	17,9%	191,72	225,38	15,5	13,2	0,9	0,7	6,6	6,0
Singapore Telecom	Nuetral	27.414	23.575	1,4%	0,13	0,14	22,4	21,4	15,6	14,6	15,7	16,8
Telekom Malasya	No Clasificada	9.155	10.997	9,0%	0,47	0,56	24,7	20,6	2,8	8,0	8,8	8,0
Telecom New Zeland	Alta realización	8.224	9.584	5,2%	0,50	0,53	17,3	16,2	3,3	3,6	8,5	8,0
Telstra	Alta realización	66.438	70.435	10,8%	0,28	0,31	29,0	26,0	2,7	2,5	12,8	11,7
<i>Promedio</i>		17.307	19.168	15,1%			23,6	18,0	3,7	4,1	9,7	9,1
<i>Mediana</i>		8.690	10.291	9,9%			20,9	18,7	2,4	1,9	8,8	8,0
JAPON												
Japon Telecom	Nuetral	9.037	9.952	20,4%	46.152,00	60.175,00	48,8	37,4	2,4	2,1	13,5	12,5
KDD	Nuetral	5.242	6.676	131,1%	15,19	89,36	504,4	85,7	3,8	2,7	10,4	9,1
NTT	Alta realización	197.159	229.438	No Signific.	-5.481,00	23.849,00	No Signific.	57,9	No Signific.	2,9	7,1	7,0
<i>Promedio</i>		70.479	82.022	75,7%			276,6	60,3	3,1	2,6	10,3	9,5
<i>Mediana</i>		9.037	9.952	75,7%			276,6	57,9	3,1	2,7	10,4	9,1

CUADRO 6

COMPANIA	ROE	Precio/ Valor Libros	Rendimiento de la acción	Price / CE		P/CE a 3 Años CEPS Creciento		Valor Empresa/Ingresos		Crec. Ingr.	VE/Crec Ing	Valor Empresa / EBITDA		Crec. EBITDA	VE/Crec EBIT
				1999 E	2000 E	1999E-2002E	2000E-2003E	1999 E	2000 E			1999 E - 2002 E	1999 E		
AMERICA DEL NORTE															
Alltell	18,5%	6,0	1,7%	13,4	11,9	1,3	1,2	3,9	3,5	9,2%	0,4	10,2	9,0	9,7%	1,0
Ameritech	29,3%	6,5	2,0%	12,4	11,5	1,8	1,8	4,4	4,1	7,0%	0,6	10,6	9,9	6,2%	1,7
AT&T	16,6%	4,0	1,9%	10,4	9,4	0,9	0,8	2,9	2,6	11,2%	0,3	9,1	8,0	12,7%	0,7
Bell Atlantic	31,9%	6,5	2,6%	8,8	8,1	1,2	1,2	3,5	3,4	5,4%	0,7	7,9	7,3	7,1%	1,1
BellSouth Corp.	28,1%	6,5	1,6%	10,9	10,0	1,4	1,4	4,2	3,9	8,5%	0,5	9,4	8,6	8,3%	1,1
Century Telephone Ent.	13,1%	3,5	0,5%	9,5	9,0	1,3	1,1	4,8	4,6	6,2%	0,8	9,2	8,9	5,6%	1,6
Commonwealth Telephone Ent	16,3%	7,5	No Aplicable	16,0	14,0	1,1	1,0	4,7	4,2	10,2%	0,5	13,7	11,9	14,3%	1,0
ETE	30,9%	6,8	2,7%	9,7	8,9	1,1	1,1	3,4	3,2	8,0%	0,4	8,8	8,0	9,0%	1,0
MCI Worldcom	7,0%	2,9	No Aplicable	18,8	15,2	1,0	1,1	4,7	4,1	15,2%	0,3	14,1	11,2	19,6%	0,7
SBC Communications Inc.	32,7%	7,2	1,9%	10,4	9,5	1,2	1,2	3,8	3,5	6,6%	0,6	8,6	7,9	8,3%	1,0
Sprint FON Group	15,9%	4,1	1,1%	10,9	9,9	0,9	0,9	2,6	2,3	8,9%	0,3	8,8	8,1	11,6%	0,8
Telephone & Data Systems	1,7%	1,8	0,7%	9,8	8,1	No Aplicable	No Aplicable	2,7	2,8	5,0%	0,5	9,9	7,6	18,1%	0,5
Promedio	23,0%	5,8	1,7%	11,7	10,5	1,2	1,2	3,8	3,5	8,5%	0,5	10,0	8,9	10,9%	1,0
Mediana	18,6%	6,2	1,8%	10,6	9,7	1,2	1,1	3,8	3,5	8,3%	0,5	9,3	8,4	9,3%	1,0
EUROPA															
British Telecom	72,2%	4,8	2,4%	11,7	10,8	1,7	1,8	3,3	3,1	7,2%	0,5	9,0	8,3	6,7%	1,4
France Telecom	13,7%	4,9	1,5%	10,0	9,9	3,0	2,0	3,3	3,2	3,7%	0,9	9,2	9,0	2,2%	4,2
KPN	12,0%	3,4	2,6%	10,5	10,3	4,2	3,6	2,6	2,5	4,8%	0,6	7,4	7,2	3,2%	2,3
MATAV	70,6%	6,0	1,0%	10,9	8,2	0,5	0,5	4,4	3,9	11,9%	0,4	9,1	7,4	16,4%	0,6
Portugal Telecom	13,3%	3,5	2,6%	7,0	6,7	1,1	1,1	2,7	2,6	2,8%	1,0	5,6	5,3	5,2%	1,1
SPT	26,4%	2,2	No Aplicable	10,2	8,5	0,6	0,7	3,7	3,3	10,9%	0,3	7,5	6,4	14,7%	0,5
Swisscom	29,5%	16,1	1,9%	11,9	10,3	1,3	1,8	4,3	4,2	2,9%	1,5	9,8	9,6	3,0%	3,2
Telecom Italia	No Signific.	No Signific.	1,4%	9,6	9,3	2,6	2,3	2,2	2,1	3,3%	0,7	4,7	4,5	3,7%	1,3
TeleKomuniKajca Polska	9,3%	3,7	0,8%	8,2	5,0	0,3	0,4	2,8	2,1	19,9%	0,1	5,9	4,3	21,4%	0,3
Telefonica de España	No Signific.	3,7	No Aplicable	2,5	2,3	0,5	0,5	3,4	3,3	3,8%	0,9	8,6	7,9	No Signific.	No Signific.
Promedio	28,5%	4,9	1,8%	9,3	8,1	1,6	1,5	3,3	3,0	7,1%	0,7	7,7	7,0	8,5%	1,6
Mediana	14,8%	3,7	1,7%	10,1	8,9	1,2	1,5	3,3	3,1	4,3%	0,6	8,0	7,3	5,2%	1,3

CUADRO 6

COMPANIA	ROE	Precio/ Valor Libros	Rendimiento de la acción	Price / CE		P/CE a 3 Años CEPS Creciento		Valor Empresa/Ingresos		Crec. Ingr.		VE/Crec Ing		Valor Empresa / EBITDA		Crec. EBITDA		VE/Crec EBIT	
				1999 E	2000 E	1999E-2002E	2000E-2003E	1999 E	2000 E	1999 E	2002 E	1999 E	2000 E	1999 E - 2002 E					
AMERICA LATINA																			
CANTV	4,4%	0,6	4,0%	2,9	2,8	0,8	0,9	1,2	1,2	1,7%	0,7	2,8	2,7	3,6%	0,8				
CTC	12,5%	2,1	1,3%	8,5	7,6	0,7	0,7	4,2	3,8	9,4%	0,4	8,2	7,3	11,9%	0,7				
Embratel	16,4%	1,2	4,0%	6,3	5,1	0,3	0,3	1,2	1,0	12,2%	0,1	4,4	3,8	18,7%	0,2				
Tele Centro Sul Part.	8,3%	1,2	6,8%	3,7	3,4	0,4	0,4	1,7	1,5	11,4%	0,2	3,1	2,7	12,2%	0,3				
Telecom Argentina	12,7%	2,0	4,6%	4,7	4,3	0,5	0,5	2,4	2,3	6,9%	0,4	5,0	4,6	9,7%	0,5				
Telefonica de Argentina	14,0%	1,8	4,4%	4,6	4,1	0,5	0,5	2,5	2,4	5,3%	0,5	4,7	4,4	6,7%	0,7				
Telefonica de Perú	23,9%	2,1	4,2%	5,1	4,8	0,5	0,5	3,4	3,3	8,2%	0,4	6,1	5,8	9,2%	0,7				
Telesp. Part.	10,6%	1,1	5,8%	3,8	3,2	0,3	0,3	1,9	1,6	13,2%	0,1	3,0	2,6	12,3%	0,2				
TelMex	28,2%	5,0	2,7%	7,2	6,9	0,8	0,8	3,0	2,7	10,7%	0,3	5,3	4,9	9,7%	0,5				
Promedio	14,0%	1,8	4,2%	5,2	4,7	0,5	0,5	2,4	2,2	8,8%	0,3	4,8	4,3	10,4%	0,5				
Mediana	12,6%	1,5	4,2%	4,7	4,3	0,5	0,5	2,4	2,3	9,4%	0,4	4,7	4,4	9,7%	0,5				
ASIA (SIN JAPON)																			
cable & Wirless HKT	28,2%	5,4	4,7%	14,6	14,0	3,0	2,7	6,4	6,3	2,7%	2,3	13,4	12,8	5,2%	2,6				
Korea Telecom	6,8%	3,9	0,3%	6,6	5,4	0,5	0,6	2,9	2,7	5,4%	0,5	9,0	7,2	16,4%	0,6				
PLDT	9,6%	2,1	0,5%	7,6	6,8	0,7	0,7	5,2	5,0	5,2%	1,0	8,7	8,1	7,5%	1,2				
Indosat	35,8%	3,1	3,6%	8,5	8,5	1,7	1,1	4,2	4,1	5,7%	0,7	7,1	7,1	1,5%	4,7				
PT TELKOM	11,3%	2,6	2,3%	7,1	6,5	0,6	0,5	4,7	4,3	12,3%	0,4	6,6	6,0	12,6%	0,5				
Singapore Telecom	24,7%	5,8	2,0%	17,7	16,7	5,7	5,8	7,8	8,0	-0,7%	No Signific.	15,7	16,8	-4,1%	No Signific.				
Telekom Malaysia	13,7%	3,0	0,6%	9,0	8,0	1,1	1,3	4,7	4,5	3,4%	1,4	8,8	8,0	4,8%	1,8				
Telecom New Zeland	77,6%	14,5	5,5%	10,2	9,5	1,8	1,8	4,9	4,6	5,7%	0,8	8,5	8,0	5,3%	1,6				
Telstra	32,8%	9,4	2,1%	16,9	15,0	1,9	2,0	6,0	5,6	6,2%	1,0	12,8	11,7	8,1%	1,6				
Promedio	26,5%	5,6	2,1%	10,4	9,6	1,7	1,7	5,1	4,8	5,4%	0,8	9,7	9,1	6,5%	1,7				
Mediana	19,2%	3,5	2,0%	8,8	8,3	1,4	1,2	4,8	4,5	5,5%	0,8	8,8	8,0	6,4%	1,6				
JAPON																			
Japon Telecom	2,3%	3,8	0,3%	13,2	11,9	2,0	2,3	2,6	2,6	0,3%	7,7	13,5	12,5	5,8%	2,3				
KDD	No Signific.	1,6	0,7%	8,4	7,8	1,5	2,2	1,4	1,4	-0,1%	No Signific.	10,4	9,1	10,1%	1,0				
NTT	9,7%	3,5	0,4%	8,2	7,0	1,4	3,9	2,6	2,5	4,1%	0,6	7,1%	7,0	2,2%	3,3				
Promedio	6,0%	3,0	0,4%	9,9	8,9	1,6	2,8	2,2	2,2	1,4%	4,2	10,3	9,5	6,0%	2,2				
Mediana	6,0%	3,5	0,4%	8,4	7,8	1,5	2,3	2,6	2,5	0,3%	4,2	10,4	9,1	5,8%	2,3				

CUADRO 6

ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS AJUSTADAS AL 31 DE AGOSTO DE 1995 A EFECTOS DE SU COMPARACION

Expesados en K\$

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Fondos Generados por las Operaciones										
Utilidad Neta del Ejercicio	61.414	166.947	207.848	280.700	318.584	260.344	307.000	374.000	358.000	271.000
Ajustes para conciliar la utilidad neta con fondos generados por las operaciones										
Previsión para deudores incobrables	39.564	15.665	7.910	45.667	61.992	72.290	76.000	172.000	214.000	159.000
Amortización Bienes de Uso	301.155	316.533	335.592	424.623	477.927	522.479	579.000	673.000	678.000	704.000
Amortización Intangibles	1	0	2.735	5.814	6.032	5.414	45.000	105.000	85.000	129.000
Resultados de Inversión Permanentes	-8.456	-19.443	-41.464	-47.960	-16.940	2.464	1.000	7.000	7.000	8.000
Consumo materiales y baja VR Bs Uso	8.312	21.031	14.778	58.374	59.480	49.496	53.000	38.000	37.000	32.000
Previsiones p/ juicios y contingencias	3.397	18.703	19.031	25.333	14.640	16.284	16.000	21.000	37.000	27.000
Previsión absolenca Bs. De Cambio	0	0	0	0	0	0	0	10.000	7.000	11.000
Int. a pagar y otros result. Fcieros.	0	0	-3.623	47.639	-26.414	203.673	134.000	172.000	201.000	231.000
Gratificaciones desvinc. Laboral	22.394	16.350	50.426	57.867	0	0	29.000	33.000	6.000	2.000
Participación terc. En soc. controladas	0	0	0	0	0	0	0	-2.000	-3.000	-2.000
Impuesto a las Ganancias	41.851	35.536	77.569	95.648	113.650	118.856	29.000	27.000	-94.000	-47.000
Disminución (aumentos) activos	-344.391	-53.942	-48.290	30.809	-126.427	-31.688	-145.000	-256.000	40.000	-240.000
Disminución de Pasivos	-18.409	-27.335	37.418	-101.518	-165.782	-253.308	-32.000	-123.000	-146.000	-50.000
Total de fondos gen. Por Operac.	106.833	490.045	659.931	922.995	716.742	966.304	1.092.000	1.251.000	1.427.000	1.235.000
Fondos Generados por Act. De Inversión										
Adq. De Inversiones Permanentes	0	-18.689	-13.391	-72	-9.780	-17.200	-18.000	-36.000	-17.000	-7.000
Adq. Bienes de Uso	-145.606	-670.722	-893.747	-847.753	-702.341	-776.845	-713.102	-784.000	-841.000	-802.000
Adq. Activos Intangibles	0	0	0	0	-10.133	-12.623	-92.000	-147.000	-244.000	-266.000
Venta de Bienes de Uso	0	0	0	0	0	0	0	0	1.000	5.000
Efecto disolución Telintar	0	0	0	0	0	0	0	0	-5.000	-16.000
Inv. No consideradas fondos	0	0	0	0	-41.715	17.600	21.000	14.000	-61.000	-2.000
Total de fondos gen. Act. Inv.	-145.606	-689.411	-907.138	-847.826	-763.969	-789.068	-802.102	-953.000	-1.167.000	-1.088.000
Fondos Generados por Act. Financiación										
Toma de Préstamos	175.357	300.027	350.657	518.162	254.534	452.304	618.000	1.173.000	1.039.000	1.015.000
Pago de Préstamos	0	-62.211	0	-350.082	-190.884	-179.899	-355.000	-1.055.000	-435.000	-569.000
Aporte de los Propietarios	0	0	0	0	0	0	0	7.000	7.000	2.000
Pago de intereses y gs relacionados	0	-14.278	0	0	0	-151.000	-196.000	-224.000	-222.000	-318.000
Dividendos Pagados	0	-55.718	-119.572	-168.062	-51.425	-211.642	-212.000	-256.000	-281.000	-269.000
Total de fondos gen. Act. Fin.	175.357	167.821	231.085	19	12.225	-90.237	-145.000	-355.000	108.000	-139.000
DISMINUCION (AUMENTOS) DE LOS FONDOS	136.584	-31.545	-16.122	75.188	-35.002	86.999	144.898	-57.000	368.000	8.000
FONDOS AL INICIO DEL EJERCICIO	0	136.584	105.039	88.917	164.105	129.103	216.102	361.000	304.000	672.000
FONDOS AL CIERRE DEL EJERCICIO	136.584	105.039	88.917	164.105	129.103	216.102	361.000	304.000	672.000	680.000

64

FLUJO DE FONDOS TELECOM ARGENTINA - CIFRAS CONSOLIDADAS AJUSTADAS AL 31 DE AGOSTO DE 1995 A EFECTOS DE SU COMPARACION

Expesados en K\$

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Estado de Origen y Aplicaciones de Fondos	136.584	-31.545	-16.122	75.188	-35.002	86.999	144.898	-57.000	368.000	8.000
Previsión para deudores incobrables	39.564	15.665	7.910	45.667	61.992	72.290	76.000	172.000	214.000	159.000
Amortización Bienes de Uso	301.155	316.533	335.592	424.623	477.927	522.479	579.000	673.000	678.000	704.000
Amortización Intangibles	1	0	2.735	5.814	6.032	5.414	45.000	105.000	85.000	129.000
Resultados de Inversión Permanentes	-8.456	-19.443	-41.464	-47.960	-16.940	2.464	1.000	7.000	7.000	8.000
Previsiones p/ juicios y contingencias	3.397	18.703	19.031	25.333	14.640	16.284	16.000	21.000	37.000	27.000
Previsión obsolencia Bs. De Cambio	0	0	0	0	0	0	0	10.000	7.000	11.000
Total fondos generados por Telecom	472.245	299.913	307.682	528.665	508.649	705.930	861.898	931.000	1.396.000	1.046.000

FLUJO DE FONDOS ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Expesados en K\$

	1.991	1.992	1.993	1.994	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999
PRESTAMOS	175.357	300.027	350.657	518.162	254.534	452.304	618.000	1.173.000	1.039.000
Amortización del Capital	0	-62.211	0	-350.082	-190.884	-179.899	-355.000	-1.055.000	-435.000
Amortización Intereses	-1.726	-11.448	-26.687	-79.566	-75.156	-76.052	-74.000	-100.000	-112.000
Beneficio Fiscal	570	3.778	8.807	26.257	24.801	25.097	24.420	35.000	39.200
FLUJO DE FONDOS DE FINANCIAMIENTO	174.200	230.146	332.777	114.771	13.295	221.450	213.420	53.000	531.200

FLUJO DE FONDOS ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

Expesados en K\$

	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
PRESTAMOS	1.015.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortización del Capital	-569.000	-1.048.666	-587.416	-207.668	-212.900	-100.000	0	-252.000	-225.350
Amortización Intereses	-321.000	-230.520	-168.998	-118.262	-89.589	-68.987	-55.927	-38.384	-8.563
Beneficio Fiscal	112.350	80.682	59.149	41.392	31.356	24.145	19.575	13.435	2.997
FLUJO DE FONDOS DE FINANCIAMIENTO	237.350	-1.198.504	-697.265	-284.539	-271.133	-144.841	-36.353	-276.950	-230.916

FLUJO DE FONDOS ACCIONISTAS MAYORITARIOS DE TELECOM ARGENTINA - HIPOTESIS VALOR PATRIMONIAL

Expesados en K\$

	1.990	1.991	1.992	1.993	1.994	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000
Inversión Inicial	-568.699	0	-63.195	-17.595	-49.690	-30.990	-16.100				
60 % Dividendos		0	33.431	71.743	100.837	30.855	126.985	127.200	153.600	168.600	161.400
60 % Valor Patrimonial Empresa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.663.200
FLUJO DE FONDOS PROPIETARIOS	-568.699	0	-29.764	54.148	51.147	-135	110.885	127.200	153.600	168.600	1.824.600

FLUJO DE FONDOS ACCIONISTAS MAYORITARIOS DE TELECOM ARGENTINA - HIPOTESIS VALOR MERCADO

Expesados en K\$

	1.990	1.991	1.992	1.993	1.994	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000
Inversión Inicial	-568.699	0	-63.195	-17.595	-49.690	-30.990	-16.100	0	0	0	0
60 % Dividendos	0	0	33.431	71.743	100.837	30.855	126.985	127.200	153.600	168.600	161.400
60 % Valor Mercado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2.569.234
FLUJO DE FONDOS PROPIETARIOS	-568.699	0	-29.764	54.148	51.147	-135	110.885	127.200	153.600	168.600	2.730.634

67

FLUJO DE FONDOS ACCIONISTAS (HIPOTESIS I)

Expesados en K\$	1.991	1.992	1.993	1.994	1.995	1.996	1.997	1.998	1.999	2.000
Flujo de Fondos Empresa	472.245	299.913	307.682	528.665	508.649	705.930	861.898	931.000	1.396.000	1.046.000
Flujo de Fondos Estructura Financiamiento	174.200	230.146	332.777	114.771	13.295	221.450	213.420	53.000	531.200	237.350
Dividendos recibidos por los accionistas	0	55.718	119.572	168.062	51.425	211.642	212.000	256.000	281.000	269.000
FLUJO DE FONDOS PROPIETARIOS	646.445	585.777	760.031	811.498	573.369	1.139.022	1.287.318	1.240.000	2.208.200	1.552.350
Participación Mayoritaria (60%)	387.867	351.466	456.019	486.899	344.022	683.413	772.391	744.000	1.324.920	931.410

FLUJO DE FONDOS ACCIONISTAS (HIPOTESIS II)

Expesados en K\$	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Flujo de Fondos Empresa	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000	1.046.000
Flujo de Fondos Estructura Financiamiento	237.350	-1.198.504	-697.265	-284.539	-271.133	-144.841	-36.353	-276.950	-230.916
Corrección Amortizaciones	127.900	234.050	234.050	277.050	302.050	312.390	356.090	366.390	366.390
FLUJO DE FONDOS PROPIETARIOS	1.411.250	81.546	582.785	1.038.511	1.076.917	1.213.549	1.365.737	1.135.440	1.181.474
Participación Mayoritaria (60%)	846.750	48.928	349.671	623.107	646.150	728.129	819.442	681.264	708.884

Nota: Se consideran que los flujos de fondos de la empresa se conservaran constantes a los del año 2000

FLUJO DE FONDOS ACCIONISTAS (HIPOTESIS III)

Expesados en K\$	2.000	2.001	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008
Flujo de Fondos Estructura Financiamiento	237.350	-1.198.504	-697.265	-284.539	-271.133	-144.841	-36.353	-276.950	-230.916
FLUJO DE FONDOS PROPIETARIOS	237.350	-1.198.504	-697.265	-284.539	-271.133	-144.841	-36.353	-276.950	-230.916
Participación Mayoritaria (60%)	142.410	-719.102	-418.359	-170.723	-162.680	-86.905	-21.812	-166.170	-138.550

ANEXOS