



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



Análisis Económico-Financiero del Sector Servicios Públicos, rubro Telecomunicaciones, empresa Telefónica de Argentina S. A.

Brignardello; Claudio

2007

Cita APA: Brignardello; C. (2007). Análisis Económico-Financiero del Sector Servicios Públicos, rubro Telecomunicaciones, empresa Telefónica de Argentina S. A. 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

Col. 1502/0351



CATALOGADO

UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

ESPECIALIZACION EN
ADMINISTRACION FINANCIERA

DIRECTOR: DR. CLAUDIO SAPETNITZKY
DIRECTOR ALTERNO: DR. CELESTINO CARBAJAL
SUB-DIRECTOR: DR. PEDRO VULOVIC

TRABAJO FINAL

“ANÁLISIS ECONOMICO-FINANCIERO DEL SECTOR SERVICIOS PUBLICOS, RUBRO TELECOMUNICACIONES, EMPRESA TELEFONICA DE ARGENTINA S.A.”

fcp - N. 203; N. 320; N. 33;
B4
Trab. Page.

AUTOR: CLAUDIO BRIGNARDELLO
TUTOR: DR. CELESTINO CARBAJAL
Junio - 2007

BIBLIOTECA DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
Profesor Emérito Dr. ALFREDO L. PALACIOS



**UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES - FACULTAD DE CIENCIAS
ECONÓMICAS
ESPECIALIZACIÓN EN
ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

ALUMNO: CLAUDIO BRIGNARDELLO

TUTOR: DR. CELESTINO CARBAJAL

TEMA:

**“ANÁLISIS ECONOMICO-FINANCIERO DEL SECTOR SERVICIOS PUBLICOS, RUBRO
TELECOMUNICACIONES, EMPRESA TELEFONICA DE ARGENTINA S.A.”**

Índice

	Pag
I Objetivo	2
II Introducción histórica	2
III Presentación de la Compañía	3
IV Pliego de bases: Obligaciones vigentes	4
V Contexto económico y político	5
VI Marco regulatorio: Renegociación de tarifas	7
VII Proyecto de Ley de Servicios Públicos	10
VIII Practicas del Buen Gobierno Corporativo	11
IX Política de Dividendos	12
X Política de Inversiones	14
XI Política de Financiamiento	15
XII Financiamiento a largo plazo	15
XIII Político de cobertura	16
XIV Cotización de las acciones	21
XV Política Comercial	22
XVI Mercado y Competencia en el Sector	25
XVII Resultados Financieros	28
XVIII Análisis de Razones Financieras	33
XIX Perspectivas	41
XX Conclusión del analisis economico-financiero	42
XX Bibliografía	44



I Objetivo

El objetivo del presente trabajo es realizar un análisis económico-financiero, dentro del sector Servicios Públicos y del rubro Telecomunicaciones, de la empresa Telefónica de Argentina S.A.

Luego de una breve introducción histórica en un primer tramo del trabajo se analizará el contexto político y macroeconómico de la compañía, el marco regulatorio, descripción del negocio, la empresa en el sector, los efectos de la aún pendiente renegociación de tarifas y el impacto de la inminente sanción de la Ley de Servicios Públicos; luego se pasará a la presentación de la sociedad, sus prácticas en materia de buen gobierno corporativo, la segmentación comercial que ha definido, su política de dividendos, la política de financiación implementada (el impacto que a tenido la crisis-devaluación del año 2001-2002 siendo una empresa que estaba endeudada moneda extranjera fundamentalmente con su casa matriz), su política en materia de inversiones, los otros participantes del mercado, su plan comercial para contrarrestar la feroz competencia en el sector.

En el siguiente tramo del trabajo el análisis se centrará en su información financiera: el análisis de sus principales variaciones patrimoniales y evolución de sus resultados, la rentabilidad que ha tenido en los últimos años, análisis de sus estados contables mediante indicadores de liquidez y solvencia a corto y largo plazo, de eficiencia y rotación de activos y de rentabilidad. Las fortalezas y debilidades de la compañía; las amenazas, perspectivas y oportunidades en una industria que continua adaptándose a los cambios ocurridos en el último lustro, la estrategia a emplear en los próximos años centrada fundamentalmente en un afianzamiento de telefonía fija tradicional, consolidación como proveedor integral para clientes corporativos, orientación al desarrollo de ofertas integradas a la medida de cada segmento, posibilidad de ofrecer (reforma del marco regulatorio mediante) servicios de televisión por cable y fundamentalmente continuar con la oportunidad de crecimiento de Internet liderando el desarrollo de banda ancha considerada la principal palanca de crecimiento en los próximos años.

II Introducción histórica

Dentro del audaz y amplísimo programa de privatizaciones lanzado en 1989 se dio prioridad a dos casos en particular: La empresa estatal de telecomunicaciones (ENTEL) y la línea aérea de bandera (Aerolíneas Argentinas) debían ser privatizadas en el menor tiempo posible y sin mayores obstáculos con el doble objetivo de dar muestras concretas frente a los diversos actores económicos financieros nacionales e internacionales de la firmeza y del giro que quería imprimirle a su gestión el flamante gobierno. El trámite de la privatización de ENTEL demoró poco más de un año; la privatización de ENTEL fue pensada por el gobierno como el "leading case" de la política aperturista y desreguladora que allanaría el camino para la demás privatizaciones de las demás empresas de servicios públicos. Mediante los decretos 731/89 y 62/90, el gobierno nacional procedió a la privatización de ENTEL para lo cual la dividió en cuatro empresas: dos que operarían territorialmente los servicios básicos urbanos e interurbanos (una empresa al norte y otra al sur), una que monopolizaría el servicio de llamadas internacionales y una que competiría en el sector de transmisión de datos y telex. Por



medio de Concurso Público Internacional resultaron preclasificadas siete empresas/grupos entre los cuales el liderado por Telefónica de España resultó primero en ambas regiones debiendo optar por una (la región sur); luego del retiro del consorcio encabezado por Bell Atlantic, que había sido el segundo mejor colocado, la región norte fue adjudicada al grupo liderado por Stet y France Telecom.

En el pliego de bases se estableció un periodo de exclusividad de siete años, al final del cual, cumpliendo con ciertos requisitos de infraestructura, servicios y calidad ambas licenciatarias podían beneficiarse con una prórroga de tres años.

Además de diversas razones de índole política y estratégica, para muchos Estados de la región y del mundo en general, el monopolio estatal sobre telecomunicaciones se justificaba porque se consideraba que la prestación de servicios en zonas remotas y a sectores de bajos recursos era una inversión y un riesgo que pocos privados querían o podían asumir. Se consideraba a las telecomunicaciones como un monopolio natural en el que la presencia de económicas de escala hacía posible, aunque a costos elevados, la prestación del conjunto de servicios implicados.¹

III Presentación de la Compañía

El 23 de abril de 1990 la Compañía fue constituida en la Argentina como una sociedad anónima bajo el nombre de Sociedad Licenciataria Sur S. A., por un plazo de duración de 99 años, y fue inscripta ante el Registro Público de Comercio el 13 de julio del mismo año. La razón social actual se inscribió ante el Registro Público de Comercio el 3 de diciembre de 1990.

La Sociedad es una prestadora bajo licencia de servicios de telecomunicación pública por enlace fijo y servicios de telefonía básica en la Argentina. Las reglamentaciones aplicables definen los servicios de telefonía básica como:

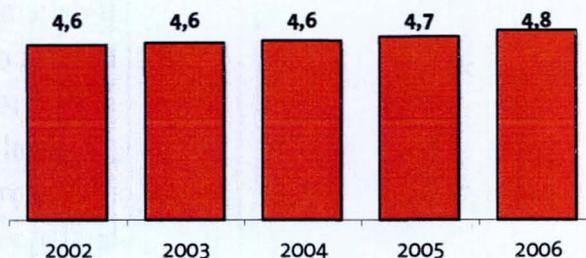
- 1) el suministro de conexiones fijas de telecomunicaciones que forman parte de la red de telefonía pública o que están conectadas a dicha red.
- 2) la prestación de servicios vocales de telefonía urbana, de larga distancia nacional e internacional a través de las mismas.

La licencia de la Sociedad es de carácter perpetuo, habiendo sido otorgada por un período de tiempo ilimitado.

¹ Abeles, M., Porcinito, K., Schorr, M.: La liberalización del mercado argentino de Telecomunicaciones. Un análisis crítico. Realidad Económica N°164, IADE, Bs. As. Pag. 50 a 77



Evolución Líneas Fijas instaladas (en MM)²



IV Pliego de Bases: Obligaciones vigentes

El Pliego de Bases y Condiciones y el Contrato de Transferencia establecían ciertas obligaciones, de las cuales continúan vigentes las siguientes:

- a) Los bienes aportados y afectados a la prestación del servicio público no podrán ser vendidos, cedidos ni transferidos por cualquier título o gravados de ninguna forma.
- b) Ciertos accionistas de la sociedad controlante están obligados a mantener determinada participación en el capital ordinario de dicha sociedad.
- c) Mantener todo o parte sustancial de la prestación del servicio telefónico, así como la actividad principal de la Sociedad y su domicilio en el país.
- d) Además, se deben cumplir ciertos objetivos en la prestación del servicio orientados principalmente a la eficiencia, calidad, mantenimiento del servicio e igualdad en el acceso a las líneas telefónicas a los proveedores de servicios de datos y de valor agregado.

De darse incumplimiento grave a lo indicado precedentemente en a) a d) la licencia de la Sociedad podría verse revocada luego de cumplidos los procedimientos previstos en el Pliego. Sin embargo, esta revocación no se produciría si, en las situaciones descriptas más arriba como a) y b), la Sociedad obtiene la previa aprobación de la Autoridad Regulatoria.

Asimismo en 1998 se establecieron nuevas metas obligatorias y no obligatorias para la prestación del servicio básico telefónico brindado por la Sociedad.

Entre las obligaciones se encuentra la de dar interconexión a otros proveedores de servicios de telecomunicaciones, incluyendo la transmisión de voz y datos, como así también la obligación de instalar un número mínimo de líneas nuevas.

² Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



V Contexto económico y político

Luego de la crisis 2001-2002, la moderación de la incertidumbre política ayudó a despejar en parte el desequilibrio institucional. Néstor Kirchner, del Partido Justicialista asumió como Presidente de la Nación el 25 de mayo de 2003. En las últimas elecciones legislativas de octubre de 2005, el Partido Justicialista continuó dominando la representación en ambas cámaras pero la fragmentación interna en el partido obliga al ala oficialista, denominada Frente para la Victoria, a depender de la voluntad del resto del Partido Justicialista, especialmente en la Cámara de Diputados donde se necesita un quórum para sesionar de 129 legisladores cuando el oficialismo posee 107 diputados propios.

En cuanto a la renegociación de la deuda pública en cesación de pagos, el Gobierno presentó el 18 de marzo de 2005 los resultados del canje que finalizó el 25 de febrero de 2005. La tasa de aceptación fue de 76,15%, cuando el Gobierno apuntaba a un mínimo de 2/3 y la comunidad financiera internacional reclamaba un mínimo del 80%. Ello implica que la deuda pública total se redujo desde US\$ 189,8 miles de millones en el primer trimestre de 2005 a US\$ 130,6 miles de millones en el segundo trimestre de 2006 (equivalente a 66% del Producto Bruto Interno, según cifras oficiales). De todos modos, estos niveles de endeudamiento se encuentran todavía por encima de los de diciembre de 2001, aunque con una extensión considerable en los plazos de vencimiento y con servicios de deuda inferiores.

El 15 de diciembre de 2005 el Presidente Kirchner anunció la pre-cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional; para ello, el 3 de enero de 2006 se desembolsaron en torno de US\$ 9,5 miles de millones. A tal fin, el Gobierno utilizó reservas de "libre disponibilidad" (aquellas que exceden el respaldo a la base monetaria).

La actividad económica sigue creciendo a un ritmo elevado. El PBI (medido en términos reales) se expandió el 8,8% en el año 2003, el 9% en el año 2004, el 9,2% en el año 2005 y 8,5% en 2006.

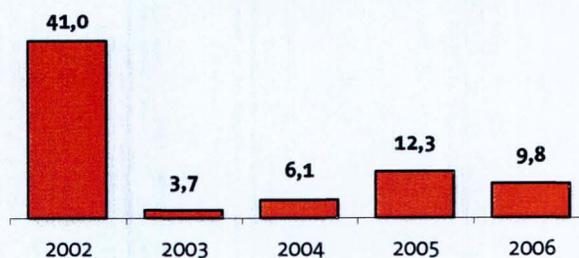


Por su parte, la inflación cayó a un dígito anual sobre el cierre de 2006: 9,8% anual mientras que los precios mayoristas acumularon una suba de 7,1% anual. En el año 2006, los precios minoristas mostraron una suba 20% inferior a la registrada en el periodo anterior debido en gran parte al efecto de los acuerdos de precios entre el Gobierno y las empresas.

³ Instituto Nacional de Estadística y Censo



Inflación (IPC en %) ⁴



El empleo sigue mejorando, aunque cada vez a un menor ritmo. La tasa de desempleo alcanzó a 10,5% en el tercer trimestre de 2006 bajando desde niveles superiores al 20% durante los peores momentos de la crisis 2001-2002. Pero el incremento en la tasa de actividad, es decir, la población que se vuelca al mercado de trabajo en busca de un empleo, es la principal causa de la desaceleración en la tendencia bajista de la tasa de desempleo. Sin embargo, la situación social es la que no muestra señales de mejora significativas, como sí las hay en la actividad económica. La pobreza alcanza niveles muy elevados: 31% de la población total, mientras que la indigencia representa el 11% de la población total. Además, el empleo de trabajadores no registrados continúa siendo elevado, y tanto el desempleo como la inseguridad pública son las principales demandas de la sociedad.

En cuanto a las principales variables financieras, la situación luce estabilizada. La cotización del dólar fluctúa en el rango de \$ 3,10 por cada dólar estadounidense. La fuga de capitales no es significativa, e incluso se ha impuesto un control a los capitales especulativos. El índice Merval cerró al 31 de diciembre de 2006 ligeramente por debajo de los 2.100 puntos, acumulando una ganancia de 35% en pesos y 34% en dólares en el ejercicio. Las tasas de interés se están ajustando al alza. Aunque se mantienen en niveles ligeramente negativos en términos reales. Los márgenes de emisión de dinero son acotados y una política monetaria contractiva debería ser el escenario más probable hacia futuro.

Las perspectivas para los próximos meses indican que la actividad económica continuará aumentando, aunque a un menor ritmo al registrado en los últimos trimestres, afectada por las restricciones de capacidad instalada y la crisis energética. En cuanto a la escena de precios, la tasa de inflación minorista volvería a situarse en niveles de 2 dígitos anualizados y la tasa de inflación mayorista seguirá influenciada por la evolución del precio internacional del petróleo y el resto de los commodities relevantes. Por su parte, la tasa de empleo seguirá mejorando aunque no volvería a experimentar la elevada elasticidad empleo-producto observada en el período 2002-2005; en consecuencia, es probable que la tasa de desempleo se mantenga con recortes anuales suaves.

En los mercados financieros, el Peso continuaría con su ligera apreciación real frente al dólar estadounidense, mientras que los tipos de interés tenderían a aumentar gradualmente siguiendo la dinámica de subas en las tasas internacionales. Tanto el mercado de renta

⁴ Instituto Nacional de Estadística y Censo



variable como de renta fija oscilaría de acuerdo a la volatilidad que supone la sustentabilidad de las cuentas públicas y externas como también las condiciones de la economía mundial, de cara a cerrar las necesidades de financiamiento (públicas y privadas) para el período 2006-2007.⁵

VI Marco regulatorio: Renegociación de tarifas

La Ley de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario N° 25.561, de fecha 6 de enero de 2002, estableció que en los contratos celebrados por la Administración Pública bajo normas de derecho público, entre los cuales se encuentran comprendidos los de servicios públicos, quedan sin efecto las cláusulas indexatorias basadas en índices de precios de otros países y cualquier otro mecanismo indexatorio. En tal sentido, la mencionada Ley dispone que los precios y tarifas resultantes de dichas cláusulas quedan establecidas en pesos, a la relación de cambio un peso igual a un dólar estadounidense (\$1=US\$1). Asimismo, el artículo 9° de la misma norma autoriza al Poder Ejecutivo Nacional a renegociar los contratos señalados, debiendo tomarse en consideración, en lo que respecta a los servicios públicos, los siguientes criterios:

- a) el impacto de las tarifas en la competitividad de la economía y en la distribución de los ingresos.
- b) la calidad de los servicios y los planes de inversión, cuando los mismos estuvieren previstos contractualmente.
- c) el interés de los usuarios y la accesibilidad de los servicios.
- d) la seguridad de los sistemas comprendidos.
- e) la rentabilidad de las empresas.

Con fecha 12 de febrero de 2002, el Poder Ejecutivo Nacional, a través del Decreto 293/02, encomendó al Ministerio de Economía de la Nación la renegociación de tales contratos incluyendo los que regulan la prestación del servicio de telecomunicaciones de telefonía básica (fija). En ese contexto, se estableció que las propuestas de renegociación contractual debían elevarse al Poder Ejecutivo Nacional dentro del plazo de ciento veinte (120) días de la entrada en vigencia del Decreto. La Sociedad ha dado cumplimiento con la información solicitada por el Gobierno, que incluía propuestas para la superación de la emergencia.

Posteriormente, a través del Decreto 1.839/02, de fecha 16 de septiembre de 2002, el Poder Ejecutivo Nacional extendió en ciento veinte días hábiles, desde el vencimiento del plazo establecido por el decreto 293/02, el plazo para que el Ministerio de Economía eleve al Poder Ejecutivo Nacional las propuestas de renegociación de los contratos alcanzados por lo dispuesto en el artículo 8° de la Ley N° 25.561.

⁵ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



En opinión de la Dirección de la Sociedad y sus asesores legales, el profundo cambio en el modelo económico argentino que se generó a partir de principios de 2002, que incluye la sanción de la Ley de Emergencia Económica, la devaluación del peso argentino respecto del dólar estadounidense, el incremento de los precios internos y la pesificación de las tarifas, constituyen hechos económicos extraordinarios que modificaron el marco económico-jurídico alterando significativamente la ecuación económico-financiera y facultando consecuentemente a la modificación del régimen tarifario para adecuarlo a la nueva situación, en un todo de acuerdo con los principios establecidos en el Pliego y el Contrato de Transferencia, a fin de asegurar la regularidad, continuidad y eficiencia en la prestación del servicio.

El Contrato de Transferencia contempla la posibilidad de ajustar automáticamente las tarifas ante acontecimientos extraordinarios e imprevistos allí definidos, o hechos o actos del Estado que afecten significativamente la ecuación económico-financiera originaria del Contrato de Transferencia. También establece una compensación por parte del Gobierno Argentino cuando se produzcan hechos extraordinarios, incluyendo actos y decisiones del Gobierno Argentino tales como un congelamiento de tarifas o controles de precio así como los procedimientos a seguir para cobrar dicha compensación.

Conforme a lo expresado, la propuesta que la Sociedad ha presentado al Gobierno consiste en el restablecimiento del esquema tarifario comprometido en el Contrato de Transferencia, el cual prevé tarifas denominadas en pesos cuya intangibilidad se preserva por la aplicación del IPC mensual en Argentina o, en caso de diferencias significativas en la variación del dólar estadounidense, por la resultante de una fórmula polinómica que considera el 40% de la variación mensual del precio del dólar estadounidense y el 60% de la variación del IPC mensual en Argentina, que había quedado sin efecto con el advenimiento de la Ley de Convertibilidad y el Decreto 2.585/91. Adicionalmente, y sobre la base de lo mencionado, la Sociedad plantea distintas alternativas para lograr dicho objetivo en especial para el manejo de la transición desde las tarifas actuales a las resultantes de la aplicación del Contrato de Transferencia.

La Resolución N° 62/03, de fecha 31 de enero de 2003, volvió a extender el plazo en sesenta días hábiles desde el vencimiento del plazo establecido por el decreto N° 1.839/02.

Con fecha 23 de enero de 2003, el Poder Ejecutivo Nacional dictó el decreto de necesidad y urgencia N° 120 en el cual dispuso que podrá establecer, en forma transitoria y hasta que concluya el proceso de renegociación de los contratos de concesión y licencias de servicios públicos dispuesto por los artículos 8 y 9 de la Ley 25.561, revisiones, ajustes o adecuaciones tarifarias para dichos contratos, que resulten necesarias o convenientes para garantizar a los usuarios la continuidad, seguridad y calidad de las prestaciones de tales servicios. Dichas revisiones, ajustes o adecuaciones tarifarias quedarán comprendidas en el proceso de renegociación mencionado y deberán ser tomadas en consideración dentro de los términos de los acuerdos a que se arriben con las empresas concesionarias y licenciatarias de los servicios públicos.

Por su parte, el Decreto 311/03 creó la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos, en el ámbito de los Ministerios de Economía y Producción y de



Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios; y asignó a la Unidad la misión de llevar a cabo el proceso de renegociación de los contratos, suscribir los acuerdos a que se arriben ad referéndum del Poder Ejecutivo Nacional, elevar proyectos de normas relativas a posibles adecuaciones transitorias de precios y tarifas u otras cláusulas contractuales, y elaborar un proyecto de marco regulatorio general de los servicios públicos.

El 20 de mayo de 2004, Telefónica de Argentina S.A., Telecom Argentina S.A. y el Estado Nacional suscribieron una carta de entendimiento en donde las partes ratificaron el propósito de arribar a un acuerdo de renegociación contractual definitivo antes del 31 de diciembre de 2004, lo que finalmente no aconteció. Asimismo, acordando mantener la Estructura General de Tarifas hasta dicha fecha e instrumentar medidas para:

- a) El desarrollo de servicios destinados a los beneficiarios del Plan de Jefas y Jefes de Hogar y jubilados sin línea telefónica.
- b) Promover el servicio de acceso a Internet en centrales del interior a precios promocionados.
- c) Por último, se ratificó la estabilidad tributaria de los contratos.

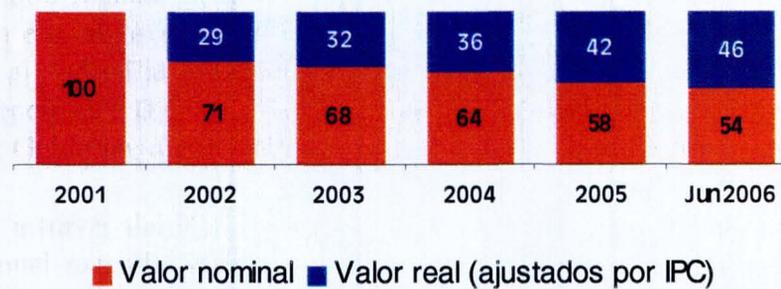
El artículo 11 de la Ley 25.790, promulgada el 21 de octubre de 2003, dispuso extender hasta el 31 de diciembre de 2004 el plazo para llevar a cabo la renegociación de los contratos de obras y servicios públicos dispuesta por el artículo 8 de la Ley 25.561. Dicho plazo se prorrogó hasta el 31 de diciembre de 2005 por la sanción de la Ley 25.972, y nuevamente hasta el 31 de diciembre de 2006 por la Ley 26.077.

Ante esta situación no puede predecir el resultado final de la renegociación prevista en la Ley 25.561, ni el esquema tarifario que regirá en el futuro, el cual podría no mantener en el tiempo su valor en dólares o en pesos constantes de acuerdo con los pasados y potenciales futuros incrementos del Nivel General de Precios. De acuerdo con los principios generales de derecho administrativo que rigen la aplicación del Contrato de Transferencia, su Régimen Tarifario y el Pliego, el futuro nivel de tarifas debería fijarse en un nivel suficiente para cubrir razonablemente los costos y así salvaguardar la regularidad, continuidad y eficiencia en la prestación del servicio público telefónico, siempre dentro del marco jurídico que rige el Contrato de Transferencia. Si como resultado de la renegociación, las tarifas futuras evolucionaran a un ritmo marcadamente inferior al establecido en el Contrato de Transferencia esto tendría un efecto adverso significativo en los resultados y situación patrimonial futuros de la Sociedad.⁶

⁶ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



Evolución de las tarifas (base 100 año 1999)



Bienes afectados por acuerdos de precios o regulaciones del gobierno (% por rubro)

Injerencia Total en el IPC	56,8%
Alimentos y Bebidas	78,1%
Indumentaria	59,8%
Vivienda	34,9%
Equipamiento y Mantenimiento del Hogar	22,7%
Atención Médica y Gastos para la Salud	41,3%
Transporte y Comunicaciones	71,6%
Esparcimiento	8,4%
Educación	86,4%
Bienes y Servicios Varios	61,4%

VII Proyecto de Ley de Servicios Públicos

El 24 de agosto de 2004 el Poder Ejecutivo Nacional envió al Congreso Nacional un proyecto de ley destinado a establecer el marco regulatorio general de los servicios públicos. Como el proyecto pretende establecer condiciones marco generales, no identifica los sectores que estarían alcanzados, cuya determinación quedaría librada a la sanción de leyes específicas. En el Proyecto se define al servicio público como la prestación que efectúa la administración pública en forma directa o indirecta para satisfacer una necesidad de interés general, y se establece que es competencia exclusiva del Estado Nacional prestar por sí o a través de terceros los servicios públicos.

El Proyecto propone cambios sustanciales al marco regulatorio según el cual la Sociedad presta actualmente sus servicios y, de aprobarse como ley, podría ser de aplicación en la renegociación de los contratos de servicios públicos. El Proyecto incluye disposiciones relativas a la prestación de los servicios por prestadores privados, siempre bajo la modalidad



de concesión, licencia o permiso por tiempo determinado, y dispone que los activos afectados al servicio deban transferirse al Estado al finalizar dicho plazo. Actualmente la Sociedad presta los servicios de telecomunicaciones bajo un régimen de licencia perpetua y es dueña de los activos afectados a la prestación.

Asimismo, y si bien el Proyecto indica que las tarifas que se establezcan deben ofrecer al prestador del servicio la posibilidad de obtener una rentabilidad razonable sobre el capital propio invertido, otorga facultades al Estado que podrían, en su implementación, afectar aspectos sustanciales como las tarifas (ingresos) y las condiciones de prestación del servicio, en tanto le permitiría definir planes y establecer obligaciones de inversión, establecer la obligación del prestador privado de asumir parcialmente el costo de tarifas preferenciales para determinadas categorías de usuarios (tarifa social), "rescatar" la prestación del servicio por razones de interés público sin que el prestador haya incurrido en incumplimiento de sus obligaciones, etc.⁷

VIII Practicas del Buen Gobierno Corporativo

La Ley Sarbanes – Oxley, publicada en Estados Unidos en 2002, establece una serie de obligaciones relacionadas con el control interno sobre la información financiera, de obligado cumplimiento para todas las compañías cotizadas ante la “U.S. Securities and Exchange Commission”. Concretamente, la sección 404 de dicha ley, establece la obligación de adjuntar a los informes anuales, una declaración que contenga la evaluación de los gestores de la efectividad del control interno sobre el reporte financiero de la compañía.

Si bien dicha norma no es aplicable en el presente ejercicio pero sí lo será en el futuro, la Sociedad ha establecido un Modelo General de Evaluación, que incluye la revisión de los controles generales de la Compañía así como también de los controles específicos de los principales procesos con impacto en el reporte financiero. Dicha revisión se realiza principalmente en las siguientes fases: en la primera se identifican los procesos de la compañía que alimentan cuentas críticas; luego se realiza un análisis preliminar de tales procesos, que incluye la identificación de las actividades de control existentes, las necesarias y no existentes, las actividades de control que, aún existiendo, no se encuentran reflejadas en la descripción documentada de los procesos y las propuestas de mejora del diseño de los controles existentes. En la fase siguiente se comprueba el funcionamiento de los controles identificados en la etapa anterior, y se proponen las acciones y mejoras de control interno.

Por lo tanto, la implementación de dicho Modelo, combinado a planeamiento, procedimientos administrativos, sistemas de información y comunicación, evaluación de personal, control de gestión y calidad, contribuye a asegurar un sistema de control interno, para garantizar que se alcanzarán los objetivos con eficacia y eficiencia en las operaciones, con información financiera confiable y en cumplimiento de las leyes y disposiciones vigentes.

⁷ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



En virtud de los avances logrados tanto en la más moderna doctrina societaria sobre buen gobierno corporativo como en los desarrollos normativos locales y de legislación norteamericana, y por la necesidad de alcanzar los objetivos corporativos que a nivel mundial se ha propuesto el Grupo Telefónica, el Directorio de la Sociedad ha adoptado las acciones de Buen Gobierno Corporativo que se detallan a continuación.

Los principios que inspiran el gobierno corporativo del Grupo Telefónica son:

- la maximización del valor de la compañía en interés de los accionista.
- El papel esencial del Directorio o Consejo de Administración en la Dirección y administración de la Sociedad.
- La transparencia informativa en las relaciones con los empleados, accionistas, inversores y clientes.

IX Política de Dividendos

La política de dividendos es un tema de gran importancia en las finanzas corporativas debido a que representan un desembolso mayor de efectivo para muchas corporaciones. A primera vista, puede parecer obvio que una empresa debería estar interesada en proporcionarles tanto como fuera posible a sus accionistas mediante el pago de dividendos; sin embargo, podría parecer igualmente obvio que siempre debería invertir el dinero de los accionistas en lugar de pagarlo como dividendo. El corazón de la política de dividendos esta dada por lo siguiente: ¿debería una empresa pagarle a sus accionistas, o reinvertirlo en su favor? ⁸

La declaración, monto y pago de dividendos se resuelven por mayoría de votos de los accionistas ordinarios de la Sociedad, a propuesta del Directorio.

Conforme al acuerdo de accionistas celebrado el 21 de abril de 1997 los accionistas mayoritarios habían acordado disponer la Sociedad distribuyeran a sus respectivos accionistas la máxima proporción de sus ganancias por cada ejercicio económico, en la medida permitida por las leyes aplicables y cualquier acuerdo financiero e instrumento de deuda al que pudieran estar sujetas. La distribución de estos dividendos dependía además de que:

- a) dichas distribuciones resultaran aconsejables siguiendo un criterio de prudencia comercial.
- b) hubiera suficientes fondos disponibles.
- c) no existieran restricciones significativas a la capacidad de la Sociedades para obtener fondos en los mercados financieros.

⁸ Ross S., Westerfield R. y Jordan B.: Fundamentos de Finanzas Corporativas – Capítulo 17: Dividendos y política de dividendos, pag 568. Ed. Mc Graw Hill.



¿La Política de dividendos puede crear valor? La esencia de la política de dividendos se resume a evaluar si la compañía debe pagar dinero a sus accionistas o debe tomar ese dinero e invertirlo por cuenta de ellos. La política de dividendos es un tema polémico, ya que existen argumentos que favorecen el pago de dividendos altos y argumentos que favorecen el pago de dividendos bajos. Aun más, se ha planteado la irrelevancia de la política de dividendos en la creación de valor.

Las ventajas de pagar dividendos bajos: Los factores que pueden favorecer una política de dividendos bajos son los impuestos y los costos de emisión.

Los impuestos se relacionan con la política de dividendos a partir de la legislación fiscal de cada país (en Argentina los dividendos no pagan impuestos). En general, tanto los dividendos como las ganancias de capital son alcanzados por el impuesto a las ganancias. Los dividendos son gravados como ingresos ordinarios mientras que las ganancias de capital solo se gravan el día que se venden las acciones. Como los inversionistas suelen mantenerlas por periodos prolongados, la tasa efectiva de impuestos es mucho menor, debido a que el valor de los impuestos disminuye a valor presente. Visto de este modo los impuestos favorecerían una política de dividendos bajos, donde la firma reinvertiría el dinero de los accionistas, aumentando el valor del capital en acciones comunes. Por supuesto, la política de restringir los dividendos para reinvertirlos en la empresa siempre dependerá de que se pueda crear valor invirtiendo el dinero en proyectos con rendimiento superior al costo de capital.

Costos de emisión: Los costos de una nueva emisión de acciones pueden resultar muy altos. Si estos se incluyen en el análisis, podemos encontrar que el valor de las acciones disminuye cuando se emiten acciones nuevas. Si para poder aumentar los dividendos en un periodo, deben emitirse nuevas acciones con altos costos, tal vez la compañía prefiera pagar menos dividendos.

Las ventajas de pagar dividendos altos: Los argumentos esgrimidos acerca de las ventajas de un dividendo alto se refieren al deseo de los inversionistas de obtener ingresos en el presente y reducir la incertidumbre. Dado que a los inversores les desagrada la incertidumbre, preferirían comprar acciones de empresas que pagan dividendos altos ahora, con lo cual el precio de estas será más alto.⁹

El contenido informativo de los dividendos: Debido a que los dividendos anticipan las ganancias futuras, no es sorprendente encontrar que anuncios de disminución de los dividendos son tomados, normalmente, como malas noticias (el precio de las acciones habitualmente baja) y los de incrementos, como buenas (el precio sube).¹⁰

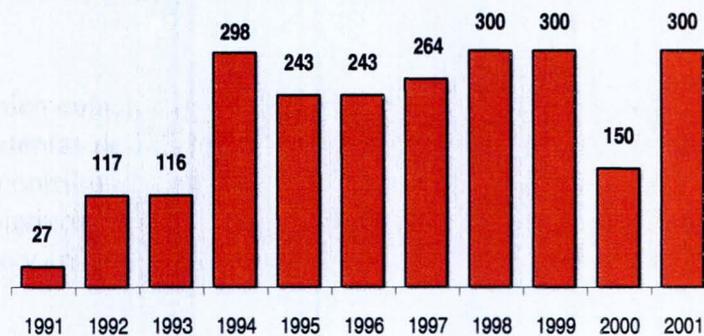
⁹ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 15: Creación de valor con las decisiones financieras, Pag 487. Ed. Grupo Guia

¹⁰ Brealey R. y Myers S.: Principios de Finanzas Corporativas – Capítulo 16: La controversia sobre los dividendos, Pag 303. Ed. Mc Graw Hill



En la siguiente tabla se presentan los dividendos anuales en efectivo (en MM\$) abonados desde el 1 de diciembre de 1991 por cada uno de los ejercicios económicos señalados.¹¹

Evolución pago de Dividendos (en MM\$)

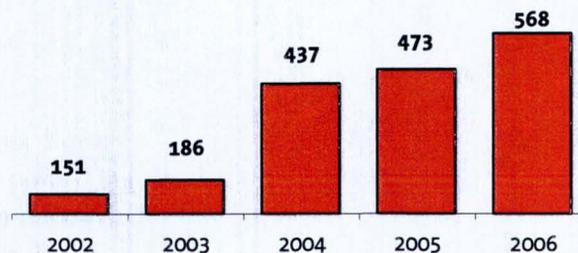


X Política de inversiones

En el ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2006, la inversión en Capex fue aproximadamente de 568 millones de pesos. Para el ejercicio 2007, la Sociedad invertirá aproximadamente 565 millones de pesos. Tales estimaciones son preliminares y se basan en factores técnicos, económicos y comerciales, tipos de cambio, evolución de la tasa de inflación, demanda y disponibilidad de equipamiento y edificios.

La política de inversión esta alineada al plan estratégico de la compañía; en este marco la Compañía viene trabajando sobre una profunda transformación comercial buscando posicionarse como una empresa de banda ancha que sitúa la satisfacción del cliente entre las piezas clave para el crecimiento. En este sentido, se planea seguir incrementando la participación de las inversiones destinadas a banda ancha dentro del presupuesto global de inversiones durante los próximos años, potenciando los contenidos y la variedad de servicios de valor agregado sobre banda ancha que incluyen televisión, música y juegos, entre otros.

Evolución de Inversiones (en MM\$)



¹¹ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



XI Política de Financiamiento

Todas las empresas requieren, en determinados momentos, obtener recursos de capital. Para tal propósito, ya sea que solicite el dinero en préstamo (financiamiento por medio de deuda), venda una porción de la empresa (financiamiento por medio de instrumentos de capital contable), o haga ambas cosas. La manera como obtenga el dinero depende en gran medida del tamaño del negocio, de la etapa de su ciclo de vida, y de sus prospectos de crecimiento.¹²

Al 31 de diciembre de 2006 los activos corrientes de la Sociedad resultan inferiores a los pasivos corrientes en 1.060 millones. La Sociedad financiará el pago del pasivo con fondos propios generados por sus operaciones y con financiamiento bancario de corto plazo.

La política general de financiación es cubrir los futuros requerimientos de fondos para continuar con el plan de inversión y atender los vencimientos de deuda a corto y largo plazo principalmente con fondos generados por las operaciones más, de ser necesario, con préstamos bancarios y/o acceso al mercado de capitales y eventualmente solicitar financiación del controlante indirecto de la Sociedad.

Durante 2006 y 2005, así como en períodos anteriores, la Sociedad logró reducir paulatinamente su stock de deuda financiera a través de una combinación de pagos parciales, emisión de obligaciones negociables, cancelaciones y refinanciaciones de largo y corto plazo.

La Sociedad tiene la expectativa de efectuar nuevas colocaciones en el futuro, las que combinadas con los flujos generados internamente, así como posibles refinanciaciones y/u otras alternativas de financiación que la Sociedad evalúe, permitirán cancelar o refinanciar exitosamente el saldo remanente de la deuda.

XII Financiamiento a largo plazo

Al 31 de diciembre de 2006 la Sociedad mantenía pasivos a largo plazo con entidades financieras de primera línea por el equivalente a 147 millones con vencimientos en febrero de 2011 y mayo de 2017 que devengan una tasa de interés entre 1,75% y 2,30% nominal anual, habiendo asumido los compromisos habituales para este tipo de transacciones, que se refieren principalmente a no constituir gravámenes o derechos reales, con excepción de ciertos gravámenes permitidos, sobre sus activos o ingresos presentes o futuros salvo que se cumplan determinadas condiciones.

Adicionalmente, la Sociedad utiliza una línea de financiación de importaciones a largo plazo de un banco comercial con vencimiento en agosto de 2008 que devenga intereses a tasa Libor a 6 meses más un interés de 2,15% nominal anual, la cual, al 31 de diciembre 2006, ascendía a 4 millones.

¹² Ross S., Westerfield R. y Jordan B.: Fundamentos de Finanzas Corporativas – Capítulo 15: Obtención de capital, pag 488. Ed. Mc Graw Hill.



XIII Política de cobertura

Política de cobertura: Luego del quiebre del acuerdo de Bretón Woods se incrementó fuertemente el riesgo de moneda extranjera para las empresas multinacionales. Esto provocaba gran volatilidad en los reportes de ganancias a las casas matrices. Así, para empresas con gran volumen de operaciones en el exterior, muchas veces los efectos adversos de los cambios en la moneda extranjera anulaban los buenos resultados en las operaciones reales.¹³

El objetivo principal de la política de cobertura de tipo de cambio consiste en minimizar los resultados financieros negativos originados en las variaciones de los tipos de cambio, conservando a la vez la capacidad de mantener posiciones abiertas de divisas (sujetas a estricta supervisión de riesgo).

Los principales objetivos de la política son:

- a) Asegurar los pagos en moneda extranjera, cubriendo en primer lugar los pagos a corto plazo y luego cubriendo los de largo plazo, incluso mediante la utilización de instrumentos derivados.
- b) Cubrir las deudas en moneda extranjera expuestas en el balance general a medida que van venciendo.
- c) Cambiar la composición de la deuda financiera o refinanciar mediante la emisión o contratación de deuda en pesos.

Los principales aspectos de la política de cobertura de la Sociedad son los siguientes:

A. La existencia de un riesgo claramente identificado y las estrategias y objetivos de la administración en el manejo de riesgos.

Desde que la Ley de Convertibilidad vinculó el valor de \$1,00 por US\$ 1,00, los riesgos cambiarios se relacionaban principalmente con las variaciones en el valor peso/dólar estadounidense comparado con monedas que no fueran ni el peso ni el dólar estadounidense.

En enero de 2002, el Gobierno Argentino devaluó el peso argentino y actualmente el tipo de cambio peso/dólar estadounidense se determina por el libre juego de la oferta y la demanda sujeto a ciertos controles.

Hasta el año 2002 la Sociedad no cubría sus deudas en dólares estadounidenses ya que durante la vigencia de la Ley de Convertibilidad el tipo de cambio peso/dólar estadounidense estuvo esencialmente fijo y en paridad y el flujo de ingresos de la Sociedad estaba vinculado con el dólar estadounidense como consecuencia de que las tarifas de la Sociedad se encontraban denominadas en dólares estadounidenses y se convertían a pesos al cierre de cada mes. Sin

¹³ Elbaum Marcelo: Administración de Carteras de Inversión – Capítulo 14: Los productos Derivados: Swaps, Pag. 514. Ed. Macchi.



embargo, en algunos casos, la Sociedad cubrió obligaciones en dólares estadounidenses en relación con Yenes y Euros. Con anterioridad a la Ley de Convertibilidad y en virtud del Contrato de Transferencia, las tarifas de la Sociedad debían ajustarse por la inflación en Argentina y, en algunas circunstancias extraordinarias, debía aplicarse un ajuste sobre la base de una fórmula específica que considera tanto el efecto de la inflación como la variación en los tipos de cambio. Desde el abandono de la Convertibilidad, casi todos los ingresos de la Sociedad están denominados en pesos pero la mayor parte del endeudamiento de la Sociedad siguió estando denominado en moneda extranjera y en consecuencia la Sociedad tuvo un desequilibrio entre los ingresos y las deudas financieras en moneda extranjera.

Como consecuencia de los hechos descriptos precedentemente, la Sociedad estableció una política para cubrir parcialmente la fluctuación entre el peso y ciertas obligaciones de deuda denominadas en monedas extranjeras. Además, la política de la Sociedad no incluye la contratación de instrumentos derivados para cubrir la exposición a las tasas de interés.

La Sociedad no posee instrumentos derivados especulativos.

B. Identificación de las principales características (nacional, vencimiento y fechas de pago de intereses) del subyacente y del instrumento derivado.

La Sociedad procura obtener este equilibrio especialmente para la deuda en moneda extranjera y los pagos de cobertura de instrumentos derivados en moneda extranjera. Aún cuando la Sociedad busca una cobertura perfecta de los flujos, la falta de profundidad del mercado de derivados argentino ha dado origen a desequilibrios entre las características de las coberturas y las deudas subyacentes que, sin embargo, no han sido significativas con respecto al fin perseguido por la cobertura. La Sociedad pretende reducir dichos desequilibrios tal como se menciona más adelante, en tanto y en cuanto no se incurra de ese modo en costos de transacción desproporcionados.

La Sociedad documenta al momento de la celebración de la transacción la relación entre los instrumentos de cobertura y las partidas cubiertas; este proceso incluye una vinculación entre todos los derivados designados como cobertura de activos y pasivos específicos o de compromisos firmes específicos en moneda extranjera.

C. Capacidad de revaluar los instrumentos derivados a precios de mercado.

La Sociedad utiliza valuaciones internas para los instrumentos derivados que a su vez son verificadas con valuaciones efectuadas por terceros independientes (por ejemplo, valuaciones efectuadas por bancos).

Como parte de la política de cobertura la Sociedad utiliza los siguientes instrumentos financieros derivados:



A. Swaps

En el mes de septiembre de 1999, la Sociedad acordó un contrato de “swap” de monedas con el Citibank N.A., con el objeto de cubrir el riesgo de fluctuación del tipo de cambio del yen con respecto al dólar estadounidense, en el contexto de la Ley de Convertibilidad entre el peso y el dólar estadounidense, en relación con el préstamo cuyo valor nominal al 31 de diciembre de 2006 ascendía a 4.667 millones de yenes otorgado por The Export Import Bank of Japan (luego Japan Bank for International Cooperation), que vence en febrero de 2011 y devenga intereses a una tasa del 2,3% anual.

El tipo de cambio fijado es de 104,25 yenes por dólar estadounidense. La tasa a pagar al Citibank N.A. por los dólares estadounidenses recibidos durante la vigencia del préstamo es del 7,98% anual. El monto de la deuda al 31 de diciembre de 2006, considerando el efecto del swap de monedas mencionado y del interés adicional devengado asciende a aproximadamente US\$ 48 millones.

Dicho contrato establece, entre otras cláusulas habituales para este tipo de transacciones, ciertas causales de incumplimiento bajo las cuales el acreedor del crédito podría declarar el vencimiento anticipado del mismo, entre ellas, la falta de pago de deudas de carácter financiero por montos superiores al 2% del patrimonio de la Sociedad.

Adicionalmente, durante el mes de diciembre de 1999, la Sociedad acordó un contrato de “swap” de monedas con el Citibank N.A. con el objeto de cubrir el riesgo de fluctuación del tipo de cambio del Euro con respecto al dólar estadounidense, en el contexto de la Ley de Convertibilidad entre el peso y el dólar estadounidense, en relación con parte de la posición neta de activos y pasivos en Euros, que incluye el saldo pendiente del préstamo otorgado a través del Instituto Centrale per il Credito a Medio Termine (Mediocredito Centrale), cuyo vencimiento opera en mayo de 2017 y devenga intereses a una tasa del 1,75% anual. El tipo de cambio fijado es de 0,998 Euro por dólar estadounidense. El contrato de “swap” vence en noviembre de 2007 y la tasa a pagar al Citibank N.A. por los dólares estadounidenses a recibir durante la vigencia del mismo es del 2,61% anual.

Al 31 de diciembre de 2006 y 2005, la relación de cobertura de estos swaps fue considerada inefectiva.

B. Contratos de forwards de moneda

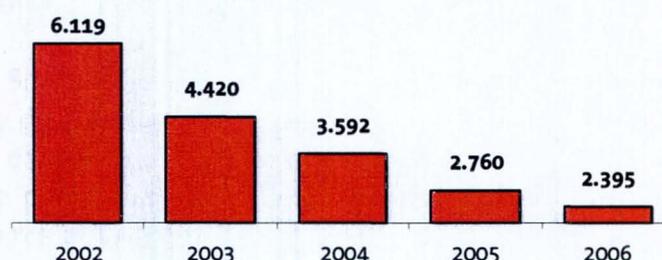
La Sociedad ha utilizado contratos de forwards de monedas, con el objetivo de cubrir riesgos asociados a la exposición al tipo de cambio en dólares estadounidenses. En abril de 2006 la Sociedad acordó contratos de forwards de monedas mediante los cuales se compensaron las posiciones de monedas a su vencimiento, el cual operó en junio de 2006, por un total de US\$ 55 millones.

El tipo de cambio pactado para estas transacciones osciló entre 3,05 y 3,09 pesos por dólar estadounidense. Estos instrumentos fueron utilizados para cubrir compromisos firmes de pago a corto plazo en dólares estadounidenses relacionados con el capital de obligaciones



negociables. Al 31 de diciembre de 2006 no existían contratos de forwards de monedas vigentes.

Evolución Deuda Financiera Total (en MMS)



Obligaciones negociables: 31 de diciembre de 2006, se encontraban vigentes seis emisiones de obligaciones negociables de la Sociedad:

Mes y año de emisión	Valor nominal al 31/12/06 (en millones)	Plazo en años	Mes y año de vencimiento	Tasa Anual %	Destino de los fondos
05/98	US\$125,6	10	05/2008	9,125	a)
08/03	US\$189,7	4	11/2007	11,875	b)
08/03	US\$212,5	7	11/2010	9,125	b)
08/03	US\$0,03 (c)	8	08/2011	8,85	b)
08/03	US\$134,6	8	08/2011	8,85	b)
02/05	\$50	2	02/2007	Encuesta + 2,50 (d)	b)

- a) Financiación de inversiones en activo fijo en Argentina.
- b) Refinanciación de pasivos.
- c) El 1° de agosto de 2004 se convirtieron a dólares estadounidenses y pasaron a devengar un interés del 8,85% nominal anual.
- d) Corresponde a títulos con cupón variable de interés en base a la tasa Encuesta (tasa de interés informada por el BCRA para depósitos a plazo fijo por un plazo de hasta 59 días para depósitos de 100.000 a 499.999) + 2,5%, con un mínimo de 7% y un máximo de 15% nominal anual.

Los prospectos informativos relacionados con estas emisiones de obligaciones negociables describen en forma detallada las condiciones de emisión. Las principales están referidas a:

a) compromiso de la Sociedad de no constituir gravámenes o derechos reales, con excepción de ciertos gravámenes permitidos, sobre sus activos o ingresos presentes o futuros, salvo que los compromisos de la Sociedad bajo las obligaciones negociables cumplan con determinados requisitos.

b) condiciones para el rescate anticipado de la emisión.



c) causales de incumplimiento bajo las cuales los obligacionistas podrían decretar la caducidad de los plazos, entre ellas la falta de pago sobre los títulos, incumplimiento de otras deudas por montos iguales o superiores a US\$ 20 millones, embargos que en conjunto superen los US\$ 10 millones, etc.

Con fecha 22 de julio de 2003 las asambleas de obligacionistas de la Sociedad aprobaron las enmiendas a los términos y condiciones de los títulos emitidos en 1998 con el objetivo de eliminar la mayoría de las causales de incumplimiento así como, también, determinados requisitos de información excepto aquellas relacionadas con el no pago de capital e intereses.

Covenants o Indentures (Cláusulas de protección): Se denomina covenants las restricciones o cláusulas que se compromete a cumplir el deudor, ya sea el emisor de un bono o tomador de un préstamo, durante toda o parte de la vigencia del bono o préstamo, en beneficio de sus acreedores.

La no observancia por parte del deudor de alguno de los covenants estipulados (luego de un período preestablecido de incumplimiento) constituye un evento de incumplimiento del contrato (default), pudiendo solicitarse que se haga efectivo el pago.

Funciones de los covenants: Las funciones de los covenants son de protección de los acreedores.

Preservar la capacidad de repago

- Limitando el endeudamiento del emisor.
- Evitando que los fondos generados en la operación se utilicen con otro propósito.
- Protegiendo la base de activos del negocio.

Protección contra reestructuraciones:

- Limitando cambios en el control de la empresa, takeover, fusiones.
- Permite renegociar condiciones ante la desmejora del riesgo.

Protección en caso de default:

- Preservando el grado de privilegio del crédito.
- Limitando el otorgamiento de garantías reales (negative pledge).

Dar señales del deterioro del crédito:

- Brindando información en tiempo y forma.
- Fijando niveles aceptables de salud financiera.
- Permitiendo la intervención temprana del acreedor.



Evitar actitudes oportunistas de la empresa:

- Limitando la capacidad de realizar inversiones que puedan aumentar el riesgo.
- Limitando la capacidad de realizar distribuciones a sus accionistas.¹⁴

Las obligaciones negociables de la Sociedad en dólares estadounidenses fueron emitidas bajo el Programa Global de la Sociedad por US\$ 1.500 millones o su equivalente en otras monedas y los compromisos son los usuales para operaciones de esta naturaleza.

Con fecha 19 de diciembre de 2003, la Asamblea de Accionistas de la Sociedad aprobó la creación de un programa global para la emisión de obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones, expresadas en pesos o en cualquier otra moneda, con garantía común, en diferentes clases y/o series sucesivas, acumulativas o no, por un monto máximo en circulación de 1.500 millones de dólares o su equivalente en otras monedas y delegó en el Directorio las facultades para las restantes condiciones de emisión y solicitud o no de autorización de cotización en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Mercado Abierto Electrónico y/u otros organismos del exterior.

En 2004 la Sociedad emitió dos clases de obligaciones negociables bajo el Programa las cuales se encuentran totalmente canceladas.

El 11 de febrero de 2005 la Sociedad emitió la Tercera clase de obligaciones negociables por 250 millones en dos Series, la Serie a Tasa Fija a 365 días por 200 millones con un cupón del 8% y la Serie a Tasa Variable a 730 días por 50 millones con un cupón variable de interés en base a la Tasa Encuesta más un margen diferencial de 2,5%, con un mínimo de 7% y un máximo de 15% nominal anual. A la fecha de emisión de los presentes estados contables ambas series han sido canceladas en su totalidad a su vencimiento.¹⁵

XIV Cotización de las acciones

Las acciones de Telefónica de Argentina S.A. cotizan en las Bolsas de Comercio de Buenos Aires, La Plata, Córdoba, Rosario y Mendoza desde el 26 de diciembre de 1991.

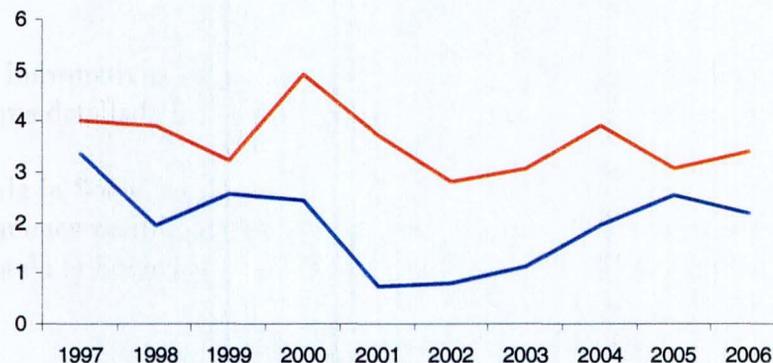
Desde el 8 de marzo de 1994, y a través de ADS's representativos de diez acciones clase B, cotizan en el New York Stock Exchange (N.Y.S.E) con el símbolo TAR.

¹⁴ Elbaum Marcelo: Administración de Carteras de Inversión – Capítulo 10: Bonos, Pag. 406. Ed. Macchi

¹⁵ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



Precios máximos y mínimos en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (últimos 10 años, en enteros)



XV Política Comercial

Servicios y segmentación comercial de mercado:

Segmento Residencial: En marzo de 2006, se implementaron cambios en la estructura organizacional comercial enfocando decididamente la gestión en torno al cliente. Estos cambios implicaron la creación de tres sub-segmentos de clientes:

- Premium (foco en el producto Internet Banda Ancha)
- Tradicional (foco en el producto Telefonía Básica Postpago)
- Masivo (foco en el producto Telefonía Básica Prepago y Telefonía Pública)

En 2006 se reafirmó la intención de Telefónica de seguir formando parte de los Sistemas de Gestión de la Calidad bajo la Norma ISO 9001: 2000, en línea con esta premisa, se recertificó el Proceso de Atención a Clientes en Centros Comerciales.

En cuanto a los indicadores de atención comercial, siguen acompañando las acciones enfocadas hacia el cliente, alcanzando muy buenos índices de eficiencia.

Sigue siendo fundamental para el cumplimiento de los objetivos de los segmentos de negocio las acciones que se realizan con herramientas de inteligencia comercial, modelos de micro segmentación, el desarrollo de modelos predictivos de consumo, estudios de demanda, acciones comerciales dirigidas, etc., las cuales no sólo permitieron potenciar la actividad comercial, sino también mejorar la eficiencia de los respectivos procesos.

Internet: Durante este año, en el segmento residencial, se han superado los 432 mil accesos de servicio ADSL (crecimiento anual de 81%), llegando a un nivel de penetración sobre líneas de Telefonía Básica del 11%, aportando no sólo a la aspiración de convertir a Telefónica en una compañía de Banda Ancha, sino también, la contribución a la sociedad argentina para avanzar en el proceso de acercar la tecnología a la sociedad. Este crecimiento se logró sin disminuir los niveles de servicio y velocidad que exige actualmente el mercado. A pesar de la elevada



competencia y la agresiva política de expansión, se mantuvieron controlados tanto los niveles de precios del producto, como los de bajas o tasa de rotación de clientes (2,1% promedio mensual). Con estos logros se consolida el liderazgo de la empresa en accesos de banda ancha en el país.

En 2006 se comenzó a materializar la idea de generación de valor a través de la comercialización de Servicios Suplementarios sobre Speedy. Acorde a esto, se lanzó el servicio Dr. Speedy y se potenció la venta de Paquetes de Seguridad y del Centro Virtual de Capacitación. Esto llevó la planta final 2006 de Servicios de Valor Agregado sobre Speedy a más de 55 mil servicios.

Telefonía Básica: Durante el año 2006 el negocio de telefonía básica acompañó el crecimiento económico del país con una variación interanual en ingresos del 5% considerando el alto crecimiento de la telefonía móvil.

Continúa el crecimiento de la planta de Telefonía Básica alcanzando un incremento total del 2%, mejorando a su vez el mix de productos a través de up-grades y de la calidad de las ventas de nuevas líneas, manteniendo el nivel de bajas controlado en un 0,3% promedio mensual. Acorde a esto, la línea full tuvo un crecimiento anual del 4%, mientras que el crecimiento de las líneas prepagas (líneas control y línea cero) fue del 1,2%. La planta de servicios suplementarios tuvo un crecimiento de 5% con una penetración de 1,9 servicios por línea.

En el rubro de nuevos productos cabe destacar el lanzamiento en el último semestre de Tarifa Plana Local, que se comercializa en conjunto con Speedy, y de Tarifa Plana Local por Llamada. Al cierre del ejercicio las plantas de ambos productos fueron 28.000 y 215.000, respectivamente. Estos valores muestran el éxito de estos dos lanzamientos, importantes no solo en el corto plazo, sino también como colaboradores de la estrategia de la compañía a largo plazo.

Telefonía Pública: Las distintas acciones implementadas durante 2006, permitieron minimizar la disminución del volumen del negocio en especial considerando el fuerte crecimiento de la telefonía móvil.

A pesar del contexto, la planta de Telefonía Pública disminuyó mínimamente. En cuanto a la venta de nuevas líneas, se mantuvo el buen desempeño del producto Cabinas (9200 nuevas líneas), atendiendo las necesidades de cada cliente a partir de una variada oferta de productos, reforzando la política de ayuda y acceso social a los servicios telefónicos de los segmentos de menores recursos.

Se mantuvo como principal premisa incentivar el tráfico a través de promociones, nuevos puntos de venta y colaboración permanente con locutoristas y tenedores de equipos semipúblicos.

Transcurrido 2006, Telefónica sigue siendo la empresa más elegida y líder en el mercado de la Telefonía Pública.

Segmento Negocios: Producto de un nuevo modelo de estructura organizativa adoptado por Telefónica, basado en una visión regional de clientes y procesos, surge Telefónica Negocios



orientada a las Pequeñas y Medianas Empresas, comercios minoristas y profesionales. De esta manera se logra una visión internacional e integral de las PyMEs, beneficiando a las locales con las mejores prácticas de otros países.

Hoy el segmento cuenta con sus propios call center de atención comercial y técnico cuyos procesos están certificados con ISO 9001:2000 y un grupo de expertos en PyMEs, para dar respuesta a las necesidades planteadas por los clientes con los niveles más altos de calidad.

En este sentido, durante 2006 se desarrollaron una serie de productos que le permitieron al cliente, entre otras cosas, monitorear el lugar de trabajo en forma remota, conectar hasta 5 computadoras en red a través de Internet y mantener el parque de PCs, logrando de esta manera soluciones a medida con alta tecnología y accediendo a servicios que anteriormente solo estaban disponibles para grandes empresas.

Segmento mayorista: En la zona de Telefónica existen más de diez redes en competencia, siendo la cantidad de competidores y la capilaridad de redes máxima en el Área Metropolitana de Buenos Aires y zona central del país. Por la misma estructura del mercado, estos competidores en su mayoría son también clientes mayoristas de la Sociedad.

Para estos clientes, además de la oferta obligatoria de interconexión, el negocio mayorista les provee productos y servicios de oferta voluntaria (tales como líneas directas digitales, transporte de larga distancia, enlaces de banda ancha, tránsito IP, entre otros) que permite captar ingresos directos provenientes de este segmento.

Durante el año 2006, el negocio mayorista creció aproximadamente un 20% apalancándose en los siguientes orígenes:

A. La demanda sostenida del mercado de telefonía móvil, que mantuvo tasas de crecimiento similares a las de 2005, y cuya captación de valor se realizó mediante el incremento del tráfico de terceros operadores en nuestra red, el arriendo de enlaces, y la mayor participación en los minutos de Calling Party Pays, que acompañaron la evolución de la planta móvil minorista.

B. El desarrollo y crecimiento de nuevos servicios, como el tránsito IP, que permitieron aumentar la participación de Telefónica en el negocio de banda ancha. Este mercado mantuvo una alta tasa de expansión, generando un aumento de la demanda mayorista no solo en volúmenes de enlaces sino también en el incremento del ancho de banda acompañando la tendencia del cliente final a demandar cada vez mayores velocidades.

C. El crecimiento de la actividad económica.

Los servicios de larga distancia: El mercado de los servicios de larga distancia, medido en tráfico generado, continúa con una tendencia estable. Telefónica continúa manteniendo su liderazgo medido tanto en captación de mercado como en el valor generado por el mismo.

Los servicios de las redes: Durante este año profundizamos la evolución tecnológica tendiente a la convergencia de las redes de nueva generación. Avanzando en este sentido, continuamos



con la construcción de redes que nos permiten cumplir con nuestra misión de convertirnos en una empresa de banda ancha.

Enlace con Chile: Durante este ejercicio se inició la construcción del enlace con Chile. El proyecto contempla también la conexión por fibra óptica de las localidades de El Calafate y el área de Río Turbio. El tendido de los 475 kilómetros de fibra óptica se inicia en los tramos Güer Aike – La Esperanza, para continuar hacia Puerto Natales (Chile). La instalación de equipos de alta capacidad permite soportar enlaces de banda ancha para brindar servicios de datos e Internet. Se estima su conclusión para el primer semestre del ejercicio 2007.

Despliegue ADSL: Continuando con el despliegue, y como parte del plan del ejercicio 2006, se instalaron más de 234.000 puertos Asymmetric Digital Subscriber Line (“ADSL”) en 237 centrales y 10 barrios cerrados. Esto elevó nuestra planta total instalada a 617.558 puertos. Adicionalmente, se ha duplicado la velocidad ofrecida a nuestros clientes en el Área Múltiple Buenos Aires, Pilar y La Plata.

Construcción de redes de nueva generación: La evolución tecnológica está llevando las arquitecturas de las redes de comunicaciones hacia las denominadas NGN. Estas nuevas redes permiten la convergencia de servicios dado que manejan las señales eléctricas codificadas en pulsos y transportadas en forma de paquetes. Así, es posible que en una misma red de transporte se presten los servicios de Telefonía, Internet, Datos y Televisión.

La tradicional red de telefonía está migrando gradualmente a esta tecnología habiéndose constituido en este último año los centros de control y gestión securizados con presencia en Buenos Aires y varias ciudades del Interior del país. En el ejercicio 2007 está previsto ampliar el despliegue de centros para llegar a las capitales de provincias y ciudades más importantes.

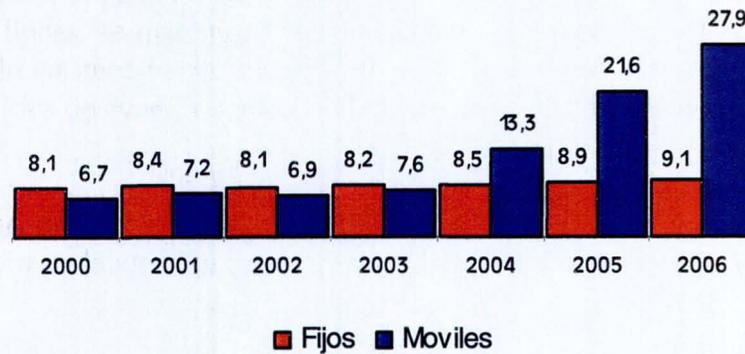
XVI Mercado y Competencia en el Sector

El mercado de las telecomunicaciones presenta un crecimiento estable con excepción de la explosión de los celulares (el negocio del móvil se ha ido expandiendo alcanzando los 27 MM de clientes). El negocio de Larga Distancia presenta un crecimiento moderado y las participaciones de los jugadores son estables (Telefónica lidera el mercado, seguido por Telecom S.A. y Telmex S.A.).

Se está produciendo la convergencia de servicios, los operadores de cable son la principal competencia en banda ancha ya que están orientando su negocio a generar una oferta triple play (voz + banda ancha + TV).

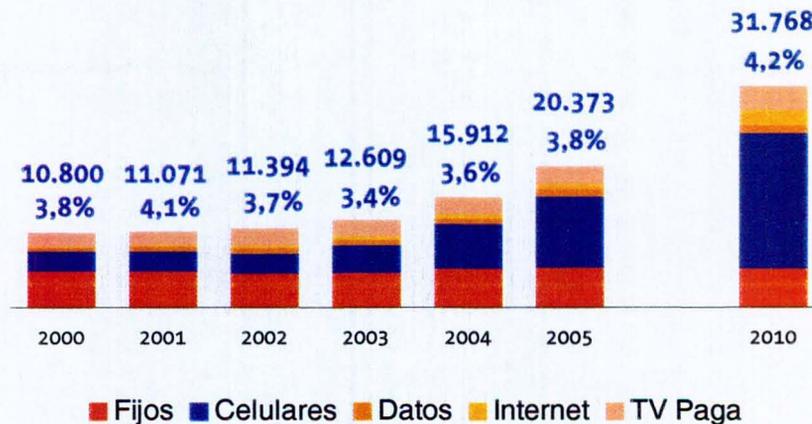
Como dijimos el desarrollo de telefonía móvil es el motor del crecimiento del mercado de telecomunicaciones.

Evolución de la planta fija y móvil (en MM de líneas, total país)



También se está produciendo una consolidación del sector (con la entrada de Telmex S.A. y las adquisiciones del Grupo Clarín el mercado se concentra en cuatro principales grupos).

Evolución de Ingresos generados por el mercado de las Telecomunicaciones en Argentina (en MMS) y su participación en el PBI



La oferta de “paquetes” al segmento corporativo es quizás el segmento que presenta mayor competencia.

El mercado de TV paga se está recuperando de la crisis mediante ajustes de precios (no está dentro de los sectores regulados por el gobierno) y crecimiento de su cartera de clientes (4.8 MM de abonados en 2006 contra 5.1 en año 2000) siendo líderes Cablevision y Multicanal, hoy ambos del Grupo Clarín.

El posicionamiento de los distintos jugadores definió la siguiente dinámica competitiva con una concentración del mercado en los cuatro principales grupos con distintas participaciones en cada segmento:



Principales Grupos Mercado de Telecomunicaciones

		Fijo	Larga Distancia	Banda Ancha	Banda Estrecha	Moviles	TV Paga	Datos	MMS	%
	Grupo Telefonica	32%	10%	3%	1%	50%	-	4%	7.387	36%
	Grupo Telecom	34%	9%	2%	1%	50%	-	4%	5.668	28%
	Grupo Telmex	5%	1%	-	-	90%	-	4%	3.159	16%
	Grupo Clarin	-	-	14%	1%	-	85%	-	1.522	7%
	Otros	2%	5%	3%	1%	32%	46%	11%	2.637	13%
	Total pais MMS	4.221	1.443	623	206	10.231	2.501	966	20.373	

El grupo Telecom se mantiene como segundo operador integral luego de Telefónica. La compañía Telecom opera en la zona norte del país y su foco del negocio es telefonía Fija y Larga distancia. Posee el 100% de las acciones del Arnet, empresa que brinda servicio de Internet Dial-up, ADSL y WI-FI y opera principalmente en la zona norte del país. La empresa de móviles del grupo es Personal que opera en todo el país.

Telmex S.A. se posicionó como tercer operador luego de sus adquisiciones en 2003 y 2004 (TechTel S.A., CTI Móvil S.A., AT&T Latin América y Metrored); su estrategia de negocio es básicamente un fuerte posicionamiento en el segmento corporativo y un alta participación en el mercado Móvil

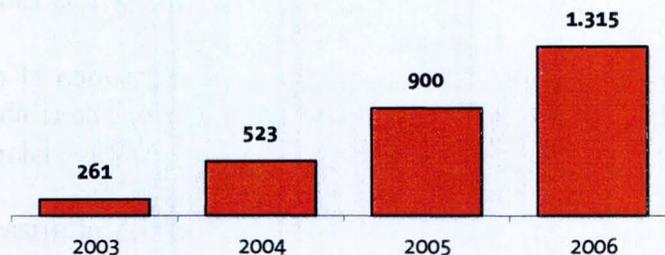
El grupo Clarín ya estaría brindando un servicio de triple play (fijo + Internet + TV). Las empresas que controla son Prima, Flash, Ciudad y Fullzero (Internet dial-up y ADSL), Vontel (telefonía por Internet a residenciales y empresas), Multicanal (TV Cable) y las recientemente adquiridas Cablevisión S.A. (TV por cable) y Fibertel (Internet)

Los demás operadores (Impsat, Iplan, Nextel, Telephone 2) focalizan su oferta de servicios a diferentes segmentos y áreas geográficas.

De estos últimos se destaca Nextel con su foco en el segmento corporativo y PyME.



Evolución Mercado de Banda Ancha Total País (en Miles de Accesos)



XVII Resultados Financieros

Estructura Patrimonial comparativa (en MMS)

	2002	2003	2004	2005	2006
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y bancos	34	16	14	22	23
Inversiones	344	324	243	341	271
Créditos por ventas	279	195	273	395	450
Otros créditos	190	124	79	64	66
Bienes de cambio	8	10	5	3	3
Otros activos	3	3	3	3	7
Total del activo corriente	858	672	617	828	820
ACTIVO NO CORRIENTE					
Créditos por ventas	4	11	3	1	1
Otros créditos	107	111	152	380	184
Inversiones	18	15	1	1	0
Bienes de uso	8461	7329	6.584	5.950	5397
Bienes intangibles	73	71	59	46	35
Total del activo no corriente	8.663	7.537	6.799	6.378	5.617
Total del activo	9.521	8.209	7.416	7.206	6.437
PASIVO CORRIENTE					
Deudas comerciales	408	405	410	508	640
Deudas bancarias y financieras	3156	1867	1.092	519	793
Remuneraciones y cargas sociales	70	72	78	89	130
Deudas fiscales	94	76	91	126	162
Deudas diversas	99	105	59	56	75
Previsiones				100	80
Total del pasivo corriente	3.827	2.525	1.730	1.398	1.880
PASIVO NO CORRIENTE					
Deudas comerciales	68	69	67	97	111
Deudas bancarias y financieras	2963	2553	2.500	2.241	1602
Remuneraciones y cargas sociales	28	19	16	13	15
Deudas fiscales	0	0	582	232	334
Deudas diversas	65	46	29	36	28
Previsiones	160	219	267	203	319
Total del pasivo no corriente	3.284	2.906	3.461	2.822	2.409
Total del pasivo	7.111	5.431	5.191	4.220	4.289
Pasivo neto por negocios discontinuados	0	0	37	31	19
PATRIMONIO NETO	2410	2778	2.188	2.955	2129
Total del pasivo y patrimonio neto	9.521	8.209	7.416	7.206	6.437



El activo corriente al cierre del ejercicio 2006 disminuyó 8 millones respecto del cierre del ejercicio 2005, es decir un 1%. Las principales variaciones fueron; una disminución de Caja y bancos e Inversiones temporarias por 70 millones dado principalmente por el uso de fondos para el pago de deudas bancarias y financieras por 710 millones, los cuales fueron mayormente financiados con la generación de fondos de la operaciones; y un aumento en los Créditos por ventas por 55 millones generado principalmente por un incremento en la planta media facturable y un mayor plazo de pago de nuestros clientes.

El activo no corriente al cierre del ejercicio 2006 disminuyó en 761 millones respecto del cierre 2005, equivalente a un 11,9%. Las principales variaciones fueron; una disminución en Bienes de uso producto de las amortizaciones del ejercicio por 1.062 millones compensadas parcialmente por 568 millones de las inversiones del ejercicio; y al cobro de 210 millones de Otros créditos.

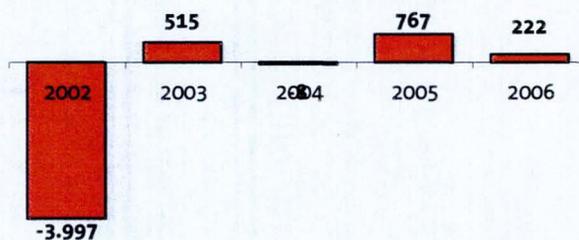
El pasivo corriente al cierre del ejercicio 2006 aumentó en 482 millones respecto del cierre del ejercicio 2005, es decir un 34,5%. Dicho aumento se debe principalmente, a un incremento de las deudas bancarias y financieras por 274 millones, principalmente producto de obligaciones negociables que pasaron a ser de corto plazo por 639 millones, al pago de aquellas que llegaron a su vencimiento por 469 millones y por el aumento de saldos acreedores en bancos por 74 millones; a un aumento de las deudas comerciales por 132 millones, por aumento en los saldos con proveedores; y a un incremento de las remuneraciones y cargas sociales por 41 millones.

El pasivo no corriente al cierre del ejercicio 2006 disminuyó en 413 millones respecto del ejercicio 2005, es decir un 14,6%. Los principales motivos fueron, una reducción de las deudas bancarias y financieras por 639 millones, principalmente producto de obligaciones negociables que pasaron a ser corrientes; compensada parcialmente por el aumento de las deudas fiscales generado por el incremento del pasivo por impuesto diferido por 102 millones y un incremento de las provisiones por 116 millones.

**Evolución de resultados (en MMS)**

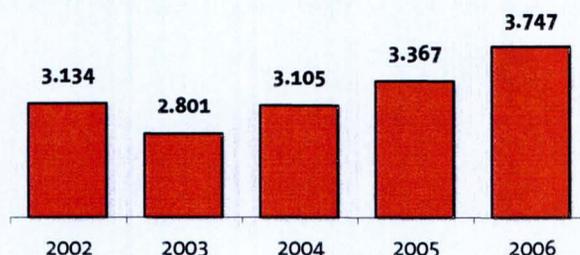
	2002	2003	2004	2005	2006
INGRESOS POR VENTAS NETAS	3134	2801	3.105	3.367	3747
GASTOS DE EXPLOTACION	-2181	-1764	-1.740	-1.883	-2.054
Ganancia bruta	953	1.037	1.365	1.484	1.693
GASTOS DE ADMINISTRACION	-443	-358	-353	-394	-417
GASTOS DE COMERCIALIZACION	-549	-444	-438	-422	-517
Subtotal	-39	235	574	668	759
RESULTADO INVERSIONES PERMANENTES	2	-3	-1		-1
RESULTADOS FINANCIEROS Y POR TENENCIA GENERADOS POR ACTIVOS					
Diferencias de cambio	99	-67	5	5	5
Intereses y cargos financieros	-2	-16	30	38	76
Resultado por tenencia títulos públicos	4	-3	5	-5	8
Resultado por tenencia de instrumentos financieros	3	-3	5	-1	2
RESULTADOS FINANCIEROS Y POR TENENCIA GENERADOS POR PASIVOS					
Diferencias de cambio	-2570	834	-70	3	-41
Intereses, cargos financieros y actualizaciones	-686	-525	-400	-308	-335
Resultado por tenencia de instrumentos financieros		1	-1	-28	-8
Otros (Nota 3.1.m)		11	-22	-19	-15
OTROS GASTOS, netos	-150	-68	-130	-64	-119
Ganancia/(Pérdida) neta del ejercicio antes del impuesto a las ganancias	-3.339	398	-5	289	331
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-535			375	-112
Ganancia neta del ejercicio de operaciones que continúan	-3.874	398	-5	664	219
RESULTADOS POR OPERACIONES DISCONTINUADAS					
Resultado por las operaciones	-123	11	-3	-6	
Resultado por disposición, neto del efecto impositivo				109	3
Ganancia/(Pérdida) neta del ejercicio de operaciones discontinuadas	-123	11	-3	103	3
Ganancia/(Pérdida) neta del ejercicio	-3.997	409	-8	767	222

El resultado del ejercicio 2006 asciende a una ganancia de 222 millones y sus principales componentes son:

Evolución Ganancia neta (en MMS)

Los ingresos por ventas en el ejercicio 2006 fueron de 3.747 millones que comparados con los 3.367 millones del ejercicio 2005 se incrementaron en 380 millones, representando un 11,3%. Los principales aumentos se registraron en los servicios especiales por 130 millones, acceso a la red por 118 millones, y telefonía básica por 97 millones.

Evolución de ventas (en MMS)

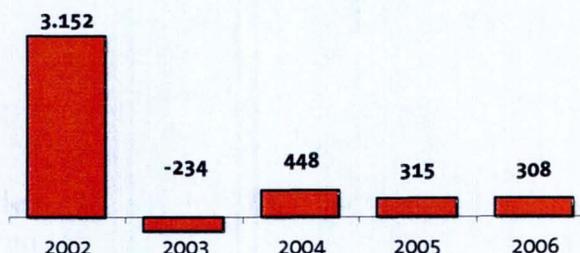


Los gastos de explotación, administración y comercialización en el ejercicio 2006 fueron de 2.988 millones que comparados con los 2.699 millones registrados en el ejercicio 2005 representan un aumento de 289 millones o un 10,7%. Las principales variaciones se deben a, un aumento de los sueldos y cargas sociales por 125 millones producto de los incrementos de sueldos otorgados y de los planes de incentivos a directivos y ejecutivos, un aumento de los servicios de terceros por 107 millones y mayores impuestos, tasas y contribuciones por 21 millones.

Los otros gastos netos se incrementaron de 64 millones en el ejercicio 2005 a 119 millones en 2006, lo que representa, un aumento del 86%. La variación se genera principalmente por el incremento de los cargos por desvinculaciones al personal y de la previsión para contingencias.

Los resultados financieros disminuyeron de 315 millones en el ejercicio 2005 a 308 millones de pérdida en el ejercicio 2006. Dicha variación fue producto de, un menor cargo por intereses financieros, producto de menores intereses por la disminución de la deuda financiera y mayores intereses ganados por mayores inversiones temporarias promedio durante el ejercicio 2006. Compensado por un mayor pérdida por diferencia de cambio, que en el ejercicio 2005 representó una ganancia neta de 8 millones y en 2006 de una pérdida de 36 millones, producto de la apreciación y depreciación del dólar frente al peso respectivamente en ambos ejercicios.

Evolución Resultados Financieros (en MMS)



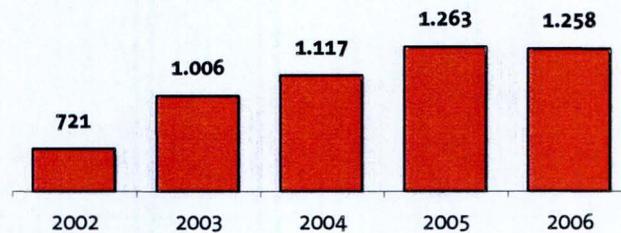
El cargo por impuesto a las ganancias al 31 de diciembre de 2006 ascendió a 112 millones, resultado de aplicar la alícuota vigente del 35% sobre el resultado antes de impuesto. En 2005



responde principalmente a la reversión en dicho año de la previsión por recuperabilidad del activo impositivo diferido constituida al 31 de diciembre de 2004 por 474 millones.

El resultado por operaciones discontinuadas en 2006 y 2005 ascendió a una ganancia de 3 millones y 103 millones, respectivamente.

Generación de CAJA (en MMS)
Cash Flow Operativo (EBITDA – Capex)



El extraordinario resultado financiero negativo en 2002 se da fundamentalmente a raíz de la devaluación ocurrida en nuestro país en 2001 y por haber estado la compañía endeudada en moneda extranjera con acreedores del exterior por lo que no pudo obtener los beneficios de la pesificación aplicada en el ámbito nacional.

El valor de una empresa puede fluctuar debido a la existencia de cambios no anticipados en condiciones económicas relativas, el efecto de dichas variaciones sobre los niveles de los tipos de cambio puede ser sustancial. Por ejemplo durante la primera mitad de 1996 el dólar se reforzó en relación con el yen; esto significa que los productores japoneses se llevaron a casa una mayor cantidad de yenes por cada dólar con respecto al valor de las ventas de automóviles realizadas en Estados Unidos.

Una empresa puede reducir el riesgo a largo plazo de su tipo de cambio mediante la obtención de fondos en el país en el cual desarrolla sus negocios, en este caso las fluctuaciones en el valor de los activos de la subsidiaria extranjera se verán parcialmente compensados por los cambios en el valor de los pasivos.

Las turbulencias que se observaron en los mercados monetarios asiáticos en 1997 atraparon a muchas compañías “desprevenidas”, pero no a Avon. El productor de cosméticos estadounidense tenía una exposición cambiaria significativa en Asia, puesto que en el continente realizaba ventas de aproximadamente 20% del volumen mundial de la empresa.

Para protegerse contra las fluctuaciones monetarias, Avon producía casi la totalidad de sus productos en el país donde se vendían, y también compraba casi todas las materias primas en el mismo país. De esta manera sus costos de producción e ingresos eran en la misma moneda. Además, los préstamos operativos estaban denominados en la misma moneda del país donde se localizaba la producción para vincular así las tasas de interés y los pagos con la divisa local. Todo ello protegía las utilidades en los mercados extranjeros, pero Avon aun estaba sujeta a la



exposición cambiaria que se producía al convertir nuevamente las utilidades en dólares. Para reducir esa exposición cambiaria, las unidades operativas en el extranjero comenzaron a remitir las utilidades en forma semanal en lugar de hacerlo mensualmente, con lo que minimizaron el riesgo por “conversión monetaria”.¹⁶

XVIII Análisis de razones financieras

Una forma de evitar los problemas que se presentan al comparar compañías de diferentes tamaños consiste en calcular y cotejar distintos grupos de razones financieras. Tales razones son simplemente diversas formas de investigar las relaciones que existen entre diferentes piezas que conforman la información financiera. El uso de estas razones elimina el problema referente al tamaño porque las dimensiones quedan expresadas en forma relativa; de tal modo solo interpretamos porcentajes, múltiplos o periodos.

Medidas de solvencia o liquidez: Como su nombre lo indica la finalidad de las razones de solvencia de corto plazo, como grupo, es proporcionar información acerca de la liquidez de una empresa. Estas razones reciben algunas veces el nombre de medidas de liquidez. El principal punto de interés para su aplicación es medir la capacidad de la empresa para pagar sus cuentas en el corto plazo sin presiones indebidas. En consecuencia estas razones se centran en los activos y pasivos circulantes.

Obviamente, las razones de liquidez son interesantes para los acreedores a corto plazo. Toda vez que los administradores financieros trabajan constantemente con los bancos y otros prestamistas a corto plazo, la comprensión de estas razones es fundamental.

Una ventaja de analizar los activos y pasivos circulantes es la probabilidad de que sus valores en libros y sus valores de mercado sean similares. Con frecuencia estos activos y pasivos se mantienen lo suficiente como para que se alejen significativamente de su nivel adecuado. Por otra parte, al igual que cualquier otra clase de activos que son casi efectivo, los activos y pasivos circulantes pueden cambiar, y de hecho cambian con gran rapidez. Por lo tanto las cifras correspondientes al momento actual pueden o no ser una guía confiable para el futuro.¹⁷

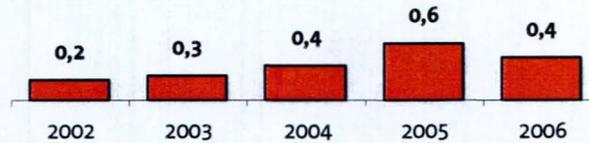
Una de las razones financieras mas ampliamente conocidas y mejor usadas es la razón circulante; se define como activo circulante / pasivo circulante.

¹⁶ Ross S., Westerfield R. y Jordan B.: Fundamentos de Finanzas Corporativas – Capitulo 21: Finanzas Corporativas Internacionales, pag 749. Ed. Mc Graw Hill.

¹⁷ Ross S., Westerfield R. y Jordan B.: Fundamentos de Finanzas Corporativas – Capitulo 3: Forma de trabajar con estados financieros, pag 63. Ed. Mc Graw Hill.



Razón circulante



Como por definición los activos y pasivos circulantes se convierten en efectivo a lo largo de doce meses siguientes, la razón circulante es por lo tanto una medida de liquidez de corto plazo.

Este índice nos dice con cuantos pesos de activos corrientes cuenta la empresa para hacer frente a cada peso de pasivo corriente o deuda de corto plazo. Esta medida a veces puede resultar engañosa. En principio, una liquidez corriente igual a 3 parece buena y 0.5 parece insuficiente; sin embargo, no debemos quedarnos con una sola medida y debemos mirar otras variables para determinar la posición de liquidez de la compañía.¹⁸

Si este índice es menor a uno ¿debemos preocuparnos? En última instancia depende de la capacidad de la firma para obtener más crédito; si la compañía puede recurrir al crédito bancario la liquidez podría seguir garantizada en el corto plazo.¹⁹

Para un acreedor, particularmente uno a corto plazo, como lo sería un proveedor, entre mas alta sea la razón circulante, mejor. Para la empresa, una alta razón circulante indica liquidez, pero también puede indicar un uso ineficiente del efectivo y de otros activos a corto plazo. Dada la ausencia de ciertas circunstancias extraordinarias, esperaríamos encontrar una razón circulante de por lo menos uno, por que si fuera menor significaría que el capital de trabajo neto es negativo. Esto sería inusual para una empresa saludable.²⁰

En algunos casos un capital de trabajo negativo puede introducir alguna confusión. Por ejemplo, algunos supermercados o empresas con posición dominante (como la analizada) difieren sus pagos a proveedores, mientras que cobran sus ventas en periodos muy cortos, esto los lleva a tener un capital de trabajo negativo.²¹

¹⁸ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 3: Analisis Financiero, Pag 60. Ed. Grupo Guia

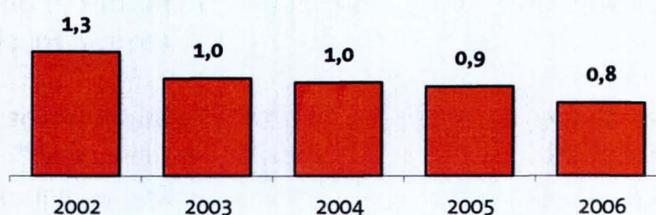
¹⁹ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 3: Analisis Financiero, Pag 61. Ed. Grupo Guia

²⁰ Ross S., Westerfield R. y Jordan B.: Fundamentos de Finanzas Corporativas – Capitulo 3: Forma de trabajar con estados financieros, pag 65. Ed. Mc Graw Hill.

²¹ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 2: Panoramica de los Estados Financieros, los impuestos y el flujo de efectivo, Pag 35. Ed. Grupo Guia

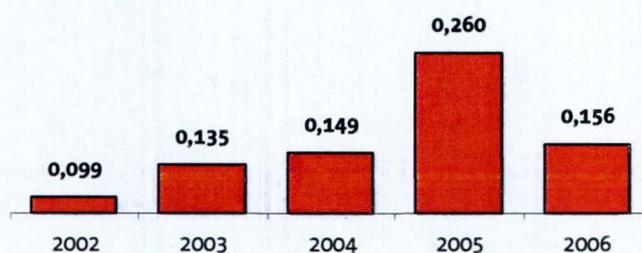


Razón Circulante Operativa (Sin deuda Financiera a Corto Plazo)



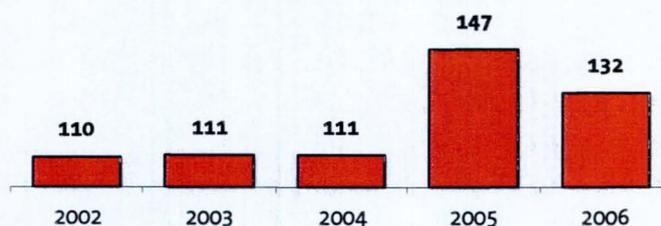
Otras razones de liquidez: Ratio de tesorería. Por supuesto, los activos más líquidos de una empresa son sus saldos de Caja y Banco e Inversiones. Esta es la razón por la cual los analistas financieros se fijan en el ratio de tesorería (Caja y Bancos mas Inversiones sobre Pasivos Circulantes).²²

Razón Tesorería



Cobertura de gastos de explotación: En lugar de juzgar los activos líquidos de una empresa en relación con sus pasivos circulantes, puede ser útil medir si son suficientes con relación a las salidas regulares de tesorería (Caja y Bancos mas Inversiones mas Créditos por ventas sobre media diaria de gastos operativos)

Razón Cobertura gastos de Explotación (en días)



²² Brealey R. y Myers S.: Principios de Finanzas Corporativas – Capítulo 27: Análisis Financiero, Pag 556. Ed. Mc Graw Hill

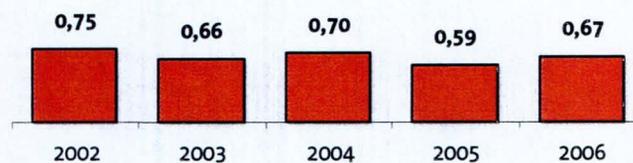


Así Telefónica tiene suficientes activos líquidos para financiar la explotación por 132 días según información de 2006 incluso si no obtiene mas tesorería.²³

Medidas de Solvencia a largo plazo: Las medidas de solvencia a largo plazo tienen como propósito medir capacidad de la empresa a largo plazo para satisfacer sus obligaciones, o de manera más general, su apalancamiento financiero. Estas reciben algunas veces el nombre de razones de apalancamiento financiero.

Razón de deuda total: La razón de deuda total toma en cuenta todas las deudas de cualquier vencimiento y de cualquier acreedor. Puede definirse de varias formas, la más sencilla es la siguiente: Activos totales menos Capital contable total sobre Activos totales.

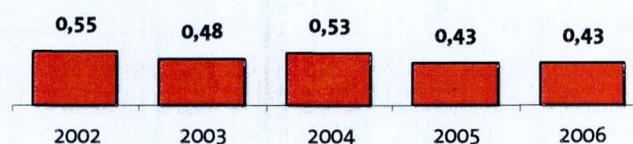
Razón de Deuda Total



En este caso podemos decir que Telefónica utiliza 67% de deuda para 2006. Uno de los principales límites de este índice es que generalmente se lo calcula a partir de valores contables. Hacerlo contra valores de mercado es más representativo, pues de esta forma se compara la deuda con el precio que los inversores están dispuestos a pagar por los activos o acciones. Hay compañías que tienen relaciones de endeudamiento altísimas y funcionan sin problemas y viceversa.²⁴

Ratio de endeudamiento: El apalancamiento financiero se mide normalmente por el ratio de la deuda a largo plazo sobre el capital total a largo plazo.

Razón Deuda a Largo Plazo



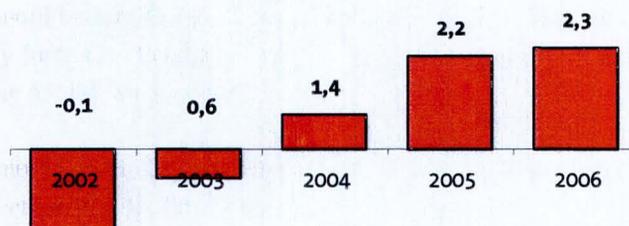
²³ Brealey R. y Myers S.: Principios de Finanzas Corporativas – Capítulo 27: Análisis Financiero, Pag 557. Ed. Mc Graw Hill

²⁴ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 3: Analisis Financiero, Pag 61. Ed. Grupo Guia



Numero de veces que se cubre el interés. Otra medida muy común de la solvencia a largo plazo es la que se conoce como razón del número de veces que se cubre el interés. Una vez más existen varias definiciones posibles (y comunes), pero nos apegaremos a las más tradicionales: Utilidad antes de intereses e impuestos sobre intereses.

Razón Cobertura de intereses



Esta razón mide que tan bien habrá cubierto una empresa sus obligaciones de pago de intereses, y frecuentemente recibe el nombre de razón de cobertura del interés. En el caso de Telefónica S.A. tales obligaciones se cubren 2.3 veces para 2006.

Ratios de rentabilidad: Los analistas financieros utilizan otra serie de ratios para juzgar cuan eficientes son las empresas en el uso de sus activos. Como veremos hay un grado de ambigüedad mayor en estos ratios. Por ejemplo podemos estar casi seguros que es mucho menos arriesgado hacer un préstamo a una empresa que tiene un apalancamiento relativamente bajo y un predominio de activos líquidos. Pero ¿Cómo debería interpretar el prestamista el hecho de que la empresa tenga un elevado margen de beneficio? Tal vez este en un negocio de poca actividad y elevado margen. O quizá este mucho mas integrada verticalmente que sus rivales.

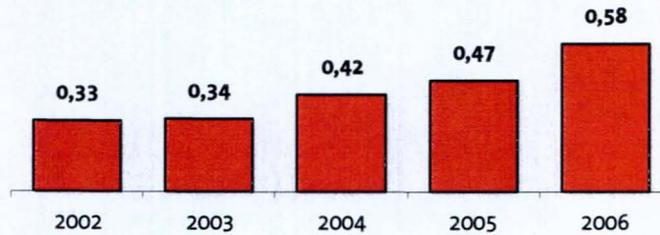
De nuevo, esto no es necesariamente mas seguro. Tal vez carga precios más altos, lo que es mala señal si esta intentando incrementar el volumen de ventas. O quizá tiene costes más bajos, lo que es buena señal. Creemos que se deberían utilizar estos ratios de rentabilidad como ayuda para plantear las cuestiones importantes y quizá para ayudar a resolverlas.²⁵

Ventas sobre activos totales: el ratio de ventas sobre activos muestra la intensidad con que los activos de la empresa se están utilizando:

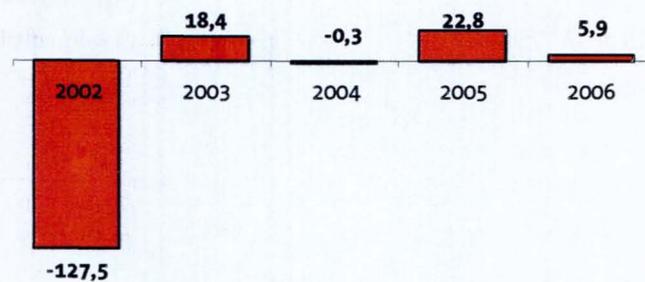
²⁵ Brealey R. y Myers S.: Principios de Finanzas Corporativas – Capitulo 27: Análisis Financiero, Pag 557. Ed. Mc Graw Hill



Razón ventas/activos

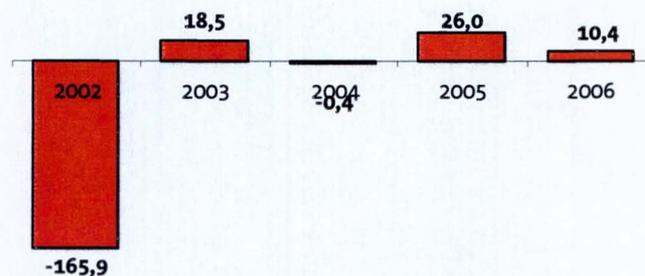


Margen de utilidad: Utilidad neta sobre ventas



Utilidad neta sobre capital: el rendimiento sobre el capital sirve para medir “como les fue a los accionistas” durante el año.

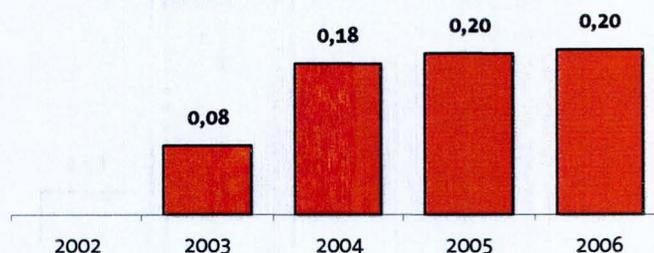
Utilidad neta sobre Capital



Al utilizar la utilidad neta en ambos últimos dos indicadores los resultados aparecen distorsionados por los cargos financieros de 2002 por motivos de la devaluación comentada anteriormente y en 2005 por un ajuste en la contabilización de impuestos diferidos; si en lugar de utilizar Ganancia Neta utilizamos Ganancia antes de intereses e impuestos los indicadores se comportan de este modo:



Razón Utilidad antes de interese e impuestos sobre Ventas



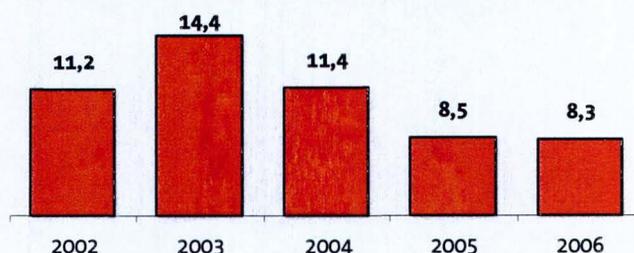
Definiciones contables: Hace muchos años el presidente de un banco británico destacaba que no solo sus cuentas mostraban su verdadera situación, sino que la situación real era incluso un poco mejor.

Desde esos tiempos las reglas contables se han definido mucho mas cuidadosamente, pero las empresas todavía tienen discreción considerable en el calculo de beneficios y decidiendo que mostrar en el balance. Por tanto, cuando se calculan ratios financieros se necesita mirar por debajo de la superficie y entender algunas decisiones tomadas por los contables de la empresa.
²⁶

Razones de eficiencia: A continuación centraremos nuestra atención sobre la eficiencia con la cual Telefónica S.A. utiliza sus activos.

Rotación de cuentas por cobrar y Período medio de cobro: La rotación de las cuentas por cobrar se define: Ventas sobre Créditos por Ventas.

Razón Rotación de Créditos por Ventas

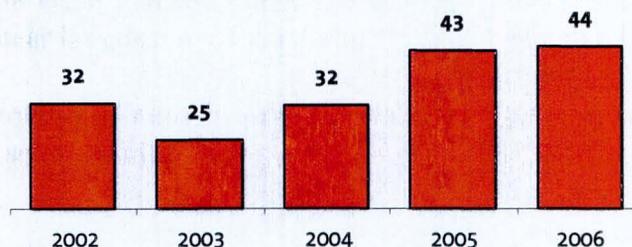


Esto significa que el saldo de Créditos por Ventas rota 8.3 veces para 2006, lo que inmediatamente nos conduce a pensar en cuantos días tardamos en cobrar para lo cual utilizamos el indicador Período medio de cobro:

²⁶ Brealey R. y Myers S.: Principios de Finanzas Corporativas – Capitulo 27: Análisis Financiero, Pag 561. Ed. Mc Graw Hill



Período Medio de Cobro (en días)



El período medio de cobro mide la velocidad media con la que los clientes pagan sus facturas, se considera que un ratio bajo indica un departamento de cobros eficiente aunque algunas veces es el resultado de una política de créditos excesivamente restrictiva.

Alcances y limitaciones de los ratios financieros:

El tipo de empresa, las prácticas contables y la naturaleza del negocio determina que no existan estándares generalmente aceptados. Algunas limitaciones fueron señaladas cuando describimos cada índice en particular. Aquí describimos algunas condiciones que plantean límites de carácter general.²⁷

- Algunas firmas tienen operaciones diversificadas, de manera que hacen difícil una comparación significativa con los ratios promedio de la industria.
- Prácticas contables que distorsionan los verdaderos resultados y la verdadera situación patrimonial.
- La cosmética contable. Las compañías utilizan una cantidad de técnicas para mejorar los reportes financieros.
- En las empresas con negocios estacionales hay dificultades para comparar los estados financieros, debido a las fluctuaciones de las cuentas durante el año.
- La comparación contra promedios. Los promedios juntan lo mejor y lo peor de la industria. Lo mejor para el directivo financiero, si desea comparar sus ratios, es hacerlo contra el mejor de la industria. Por otra parte, la compañía no necesariamente debería buscar conformar el promedio de la industria, ya que posiblemente haya buenas razones para apartarse de él.
- La inflación

²⁷ Lopez Dumrauf Guillermo: Finanzas Corporativas – Capítulo 3: Analisis Financiero, Pag 75. Ed. Grupo Guia



XIX Perspectivas

Entre 2004 y 2006 la industria de las telecomunicaciones continuó adaptándose a los cambios ocurridos desde principios de 2002. En ese sentido las empresas respondieron con reestructuración de pasivos, fusiones y adquisiciones, entre otras. A pesar de las restricciones de caja, la existencia de capacidad instalada generó un nivel de competencia que atentó contra la recomposición de precios del sector.

En este escenario, la Sociedad mantiene las siguientes prioridades de gestión para el corto y mediano plazo:

- Consolidarse como una empresa de banda ancha liderando el crecimiento de Internet a través del desarrollo de ADSL, considerada la principal palanca de crecimiento del segmento residencial. El plan de crecimiento lanzado ha permitido acentuar el liderazgo en su zona de incumbencia, manteniendo estándares de calidad y servicio comparables con los mercados más desarrollados del mundo. En este sentido, la compañía se ha planteado como desafío alcanzar el millón de clientes de ADSL, en el 2008, ampliando la oferta de servicios de valor agregado sobre Banda Ancha, potenciando los contenidos y variedad de servicios, incluyendo televisión, música y juegos, entre otros.
- Continuar afianzándose en el negocio de telefonía fija tradicional mediante el crecimiento en clientes residenciales y pequeñas y medianas empresas; desarrollando nuevos servicios de valor agregado y ofertas paquetizadas.
- Consolidar a la Sociedad como proveedor integral para clientes corporativos y pequeñas empresas migrando de una visión orientada al desarrollo de productos, a una de ofertas integradas con enfoque sectorial.
- Optimizar el uso de los recursos generando eficiencias a nivel operativo.
- Continuar con una adecuada gestión de la caja cumpliendo con los compromisos asumidos.
- Promover el desarrollo de una cultura orientada a la innovación.
- Impulsar la transformación de la Sociedad hacia una empresa orientada y comprometida con el cliente, mejorando continuamente la satisfacción de los mismos.
- Contribuir al desarrollo económico y social, profundizando nuestro enfoque de aliado estratégico del país.

Desde el segundo semestre de 2003 se ha verificado una mejora en la macroeconomía, incluyendo una estabilización del peso frente al dólar estadounidense. Si bien la inflación minorista ha acumulado en el 2006 un 9,8%, es un punto prioritario y de especial atención por parte del gobierno el control de dicho índice. En particular, la Sociedad estima que el resultado de la renegociación del contrato con el Gobierno Argentino y el modo en que el gobierno regulará las tarifas podrá tener un efecto significativo sobre los resultados de sus



operaciones en ejercicios futuros acompañados por la situación macroeconómica de la República Argentina, incluyendo la inflación, la devaluación y el desempleo.

En particular, los resultados de las operaciones de la Sociedad son muy sensibles a las variaciones en el tipo de cambio entre el dólar y el peso debido a que sus activos e ingresos primarios están denominados en pesos, en tanto el 52% de la totalidad de sus pasivos están denominados en dólares.

La actual estrategia de negocios de largo plazo de la Sociedad consiste en mantener y mejorar la posición en el mercado competitivo de las telecomunicaciones en la Argentina. La implementación de esta estrategia comprende la oferta de servicios en nuevas áreas geográficas, mejorando y ampliando los servicios en los mercados en los que la Sociedad opera actualmente, y el desarrollo continuo como prestador de servicios de telecomunicaciones para clientes corporativos y residenciales, entre otros aspectos.

En el largo plazo, es intención de la Sociedad continuar consolidando su posición de liderazgo en la provisión de soluciones integrales en la Argentina mediante la oferta de una gama completa de servicios que incluyen servicios de voz, servicios de valor agregado, y especialmente en ADSL, así como otros productos de alta tecnología para usuarios corporativos de distinta envergadura a través de diferentes canales de comercialización.

Es intención de la Sociedad continuar realizando inversiones significativas de recursos previendo invertir en el 2007 más de 500 millones en el servicio tradicional, ADSL, entre otros, y esfuerzos en la capacitación y desarrollo del personal y en programas de incentivos orientados a reducir costos y lograr una mayor eficiencia.

La Sociedad considera que la implementación de estas estrategias de negocios de corto y largo plazo, sumado a la actual estabilidad de la situación económica en Argentina, continuará teniendo un efecto beneficioso sobre la competitividad de las actividades de telecomunicaciones mitigando los efectos adversos del accionar de la creciente competencia.²⁸

XX Conclusión del análisis económico-financiero

La situación económica-financiera y del negocio de la compañía están fuertemente influenciados por tres factores: el escenario político-económico, el entorno regulatorio y la dinámica competitiva.

La principal fuente de recursos dentro del negocio (Telefonía Básica) se encuentra estabilizada, sin expectativas de fuerte crecimiento pero generando importantes flujos totalmente previsibles por la condición cuasimonopolica. Se espera un sustancial crecimiento en los ingresos de dos líneas de negocios; Banda Ancha (hasta convertirse en el motor de los ingresos en unos años desplazando a Telefonía Básica) e Ingresos por Interconexión (el tráfico de celulares utilizando la red de la compañía). El negocio de Televisión Digital se encuentra

²⁸ Bolsa de Comercio de Buenos Aires, Estados Contables de Telefonica S.A. al 31/12/06



en una fase muy preliminar por lo que no tendría efecto económico en los próximos ejercicios. Para que se mantengan los niveles de maduración de Telefonía Básica y puedan desarrollarse estas dos líneas es imprescindible que continúen las actuales condiciones macroeconómicas fundamentalmente en lo que afecta al crecimiento de la economía (lo que permitiría que mas sectores de la población puedan acceder a poseer conexión por banda ancha en sus hogares) y al mantenimiento del tipo de cambio (la compañía mantiene en moneda extranjera el 52% de sus pasivos).

En el año 2007 habrá elección de autoridades nacionales por lo que resulta poco probable que se destrabe la negociación por el ajuste de tarifas que viene reclamando la compañía; en el contexto actual el escenario más probable seria la reelección del Presidente Néstor Kirchner. El escenario post-elecciones plantearía la continuidad de la política económica y con ella las políticas de contener la inflación a través de controles de precios y el sostenimiento del tipo de cambio que permita mantener el actual nivel de ingresos vía retención a las exportaciones. Esta política tiene impacto sobre el negocio al estar regulados el 64% de los ingresos que genera la Compañía. Existe la firme posibilidad que durante 2007 el Gobierno destrabe la reforma de la ley de radiodifusión lo que permitiría ingresar a la compañía en el negocio de Televisión Digital.

La Compañía goza de una muy buena salud patrimonial y Financiera como lo demuestra sus resultados y el análisis efectuado mediante ratios e indicadores. Un dato a tener en cuenta es que fue de las pocas empresas que ante la crisis del 2001 no renegocio su deuda con quitas para los acreedores (solo alargó el pago de un bono de 100 MM USD con vencimiento 2002 por otro con vencimiento 2006 obteniendo un 85% de aceptación). La deuda financiera esta en niveles en los cuales se tiene total control sobre la misma (1.9 "Ebitdas").

La dinámica competitiva esta fuertemente influenciada por el exponencial crecimiento de celulares (que ya comienza a erosionar el negocio de Telefonía Fija) y la fuerte competencia en accesos de Banda Ancha (con jugadores con gran fortaleza financiera Grupo Clarín, Telmex, Telecom) lo que genera un continua disminución en los cargos de conexión y abono mensual para ganar mercado. A esto hay que agregarle una cada vez mas variada oferta para el segmento corporativo de paquetes de productos a medida (telefonía fija, Internet, enlaces, etc.) permaneciendo el segmento residencial fuera de esta competencia y con el virtual agotamiento del negocio de Telefonía Publica ante la masificacion de los celulares.



XXI Bibliografía

Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan: Fundamentos de Finanzas Corporativas. Editorial Mc Graw-Hill

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers. Principios de Finanzas Corporativas. Editorial Mc Graw-Hill

Guillermo Lopez Dumrauf. Finanzas Corporativas. Grupo Editorial Guia

Marcelo A. Elbaum. Administración de Carteras de Inversión. Ediciones Macchi

Abeles, M., Porcinito, K., Schorr, M.: La liberalización del mercado argentino de Telecomunicaciones. Un análisis crítico. Realidad Económica N°164

www.indec.gov.ar

www.bolsar.com.ar