

Instrucciones para la preparación del caso

1. Las acciones de Telefónica también cotizan en el NYSE ¿tendría sentido aplicar el CAPM teniendo en cuenta parámetros tales como la tasa de los bonos del tesoro de USA y el “premio del mercado del NYSE”?
2. Compare con el costo del capital de otros operadores telefónicos similares mencionados en el caso. Tomar $R_f = 5,5\%$ y prima del mercado = 5%. Como riesgo país tome 6%.
3. Calcule el WACC para octubre de 1995 teniendo en cuenta tasas de endeudamiento de 8,5% y 10,5% para corto y largo plazo respectivamente. El impuesto a las ganancias es del 30%. Además suponga que se mantendrá la relación deuda/equity que surge del anexo 5: $D = 1.183,3 \text{ M\$}$ y el $E = 7.022 \text{ M\$}$.
4. Calcule el valor de la acción estableciendo supuestos para el valor residual de la empresa (por ejemplo, suponga una fórmula perpetuity para el flujo de fondos libres: $V_{res} = \text{FFL}/(\text{WACC}-g)$). Para ello utilice las proyecciones de cash flow mencionadas en el caso, tomando un WACC constante a lo largo del período considerado.

TELEFONICA DE ARGENTINA

El 10 de octubre de 1995, Esteban Lara, incorporado recientemente a una de las más importantes AFJP argentinas como senior analyst, estaba evaluando la posibilidad de tomar posiciones en acciones de Telefónica de Argentina.

La administradora en cuestión había experimentado una fuerte rentabilidad a lo largo del 1995, debido principalmente a su extensa cartera de títulos del Gobierno Argentino, tales como el BOCON y BRADY. Esto se debió a que después de una fuerte caída, que siguió a la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 y que fue denominada en el ámbito financiero como el Efecto Tequila¹, estos títulos se recuperaron considerablemente.

De acuerdo con lo señalado por su jefe, para poder sostener dicha rentabilidad en el futuro deberían explorarse opciones más riesgosas que la tenencia de títulos de la deuda pública argentina. No obstante, este posicionamiento excluía un comportamiento especulativo cortoplacista: el objetivo de las AFJP debía ser mantener y acrecentar razonablemente el valor del ahorro previsional.

Telefónica de Argentina parecía ser una opción sólida: la acción (que también se cotizaba en el NYSE en forma de ADR) había experimentado una fuerte caída a partir de agosto de 1994, acentuada a partir del “TEQUILA” (ver Anexo 1). No obstante, el comportamiento del papel había sido remarcable: había experimentado en un pasado reciente², una rentabilidad anualizada de 44,4% contra una rentabilidad del Merval³ del 25,7%, con volatilidades similares: 34,5% de telefónica contra el 32,5% del Merval.

Por otra parte, la excelente performance de la empresa en los años pasados (ver Anexo 2), así como el fuerte crecimiento de la industria de telecomunicaciones en la Argentina, podían hacer pensar en una recuperación de la cotización en el futuro mediato.

Historia reciente de la empresa

En el marco de la nueva política de privatizaciones de los servicios públicos, en 1990 la administración Menem dispuso transferir al sector privado la telefonía. A fin de estimular la competencia, se decidió formar dos empresas, con un monopolio de explotación garantizado hasta 1997 en cada una de las respectivas regiones geográficas (norte y sur).

El 50% de las acciones de cada empresa fue adjudicado en licitación pública a dos grupos de inversionistas, a través de un mecanismo de “debt to equity swap”⁴. El remanente de las acciones fue retenido por el Estado (40%)⁵ y los empleados (10%). En el caso de Telefónica, el

¹ Esta denominación se hizo muy popular para hacer referencia al crash financiero generado en varios mercados latinoamericanos por la fuerte devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994.

² Entre el 30/11/1992 y el 1/12/1994

³ Merval : Índice del Mercado de Valores de Buenos Aires

⁴ Debt to equity swap: conversión de acciones de empresas públicas por títulos de deuda externa. En la práctica, implica un canje de acciones por títulos de la deuda y efectivo, en una proporción a convenir. En la privatización del servicio telefónico, el elemento de peso en las adjudicaciones fue la porción del pago en efectivo.

⁵ Este 40% fue subastado públicamente en 1992.

grupo inversor se llamaba COINTEL y estaba integrado entre otros por TELEFONICA DE ESPAÑA, CITICORP y TECHINT.

Telefónica de Argentina se hizo cargo de la mitad sur del país, incluyendo la mitad del área metropolitana de Buenos Aires, que tenía más del 60% de las líneas disponibles en el país. En dicho ámbito, disponía de una reserva de mercado absoluta para las comunicaciones telefónicas locales y de larga distancia. El otro consorcio de inversores integró la empresa Telecom, la cual se hizo cargo de la mitad norte del país que incluía la restante mitad del área metropolitana de Buenos Aires. Telefónica y Telecom controlaban conjuntamente otras sociedades con operaciones en el sector de telecomunicaciones, tales como TELINTAR y STARTEL.

En 1990, el desafío para un operador internacional como Telefónica de España era muy grande. La red, en su mayor parte analógica, estaba en un bajo nivel de mantenimiento y la mayor parte de las centrales de conmutación eran electromecánicas. Los estándares de calidad eran muy bajos: había una espera de años para obtener una línea y de meses para que un desperfecto fuera reparado, existía un coeficiente de llamadas fallidas elevadísimo, se manifestaban congestiones cotidianas en áreas de alto tráfico telefónico como el distrito financiero.

La tecnología empleada en las diversas centrales de conmutación provenían de diversos proveedores, con frecuencia incompatibilidades. La dotación de personal estaba sobredimensionada. Al igual que en las otras empresas públicas argentinas, con tarifas manejadas en función de intereses políticos y costos poco controlables, las pérdidas de explotación eran cuantiosas.

El camino elegido por Telefónica consistió en una combinación de una vigorosa política de inversiones, con vistas a contar con estándares de calidad internacionales hacia 1997⁶, acompañada de una fuerte reestructuración: se incorporaron cuadros técnicos de Telefónica de España y management financiero y administrativo proveniente de grandes empresas privadas locales, al tiempo que se implantó un plan de retiro voluntario para aquellos empleados que no pudieran adaptarse a la nueva dinámica. En el Anexo 3 se exhiben algunos indicadores que dan cuenta de la evolución de la empresa a lo largo de los últimos años, así como una comparación con los estándares operativos de otras operadoras telefónicas.

Estructura y costo de capital

La política de inversiones se ve reflejada en el considerable aumento del activo inmovilizado (ver Anexo 4). Como contrapartida, Telefónica fue aumentando su endeudamiento con sucesivas emisiones de títulos internacionales que permitieron, junto con el flujo de fondos generados por las operaciones, sustentar esta política (ver Anexo 10). En cambio, la emisión de nuevas acciones se restringió a los ADR que cotizaban en el NYSE.

Si bien la proporción deuda/patrimonio neto había alcanzado un valor considerable en 1995 (ver Anexo 4 y 5), el apalancamiento era muy reducido, en comparación a prestadoras de servicios telefónicos en Estados Unidos (ver Anexo 6). No obstante, el riesgo país, sobre todo después del Tequila, determinaba tasas de endeudamiento altas: un 8-9% para financiación a corto plazo y un 10-11% en las últimas emisiones de títulos negociables (ver Anexo 11).

⁶ Esta era una de las condiciones para que el monopolio en su región geográfica fuera extendido hasta el año 2000.

Como referencia, Esteban pudo obtener datos sobre el costo de capital de una empresa estadounidense de características similares a las de Telefónica. Según comprobó el costo de capital de dicha empresa, podría oscilar entre 11% y el 13%, en tanto el riesgo país podía estimarse en un 4-6%, aunque había sido bastante más alto en marzo de 1995, cuando se especulaba con una caída del “plan de convertibilidad” en Argentina. La política de dividendos se caracterizó por un elevado payout (ver Anexo 5), que se tradujo en un crecimiento sostenido del dividendo por acción (ver Anexo 7).

Evolución futura de la empresa

A Esteban Lara le quedaba claro que buena parte de la rentabilidad de Telefónica de Argentina estaba originada por su “reserva de mercado”. Por otra parte, aún cuando se perdiera dicha exclusividad, era muy probable que, basándose en la considerable inversión efectuada en cableado óptico, Telefónica pudiera sustentar su liderazgo e un mercado desregulado y más amplio, el de telecomunicaciones y multimedios.

Además, la Argentina estaba aún ávida por nuevas líneas telefónicas. En efecto, comparada a países con similar PBI/habitante, el número de líneas por habitante era considerablemente menor, lo que permitía proyectar una demanda sostenida de líneas en los próximos años (ver Anexo 3, “potencial de penetración”).

La estructura tarifaria actual, caracterizada por precios extremadamente bajos para llamadas locales y por altos costos de llamadas interurbanas e internacionales⁷, había sido acordada en el momento de la privatización y estaban generando fuertes presiones de sectores empresarios locales, a fin de que se revirtiera la situación.

Como consecuencia de todo esto, la CNT (Comisión Nacional de Telecomunicaciones) había propuesto una reestructuración tarifaria, que se estimaba tendría un resultado neutro para la rentabilidad de las operadoras telefónicas (Telefónica de Argentina y Telecom). Esencialmente, se trataba de llevar las tarifas interurbanas e internacionales a niveles más razonables, al tiempo que se encarecían las llamadas locales. Finalmente, la presión de las ligas de consumidores impidió que prosperara la iniciativa.

Por otra parte, la misma CNT había autorizado la modalidad “call back”, que permitía que las empresas con fuerte tráfico telefónico internacional, pudieran llamar a todo el mundo con las tarifas de USA. Las consecuencias no se hicieron esperar, ciertas estimaciones daban cuenta de un 30% de pérdida del mercado de comunicaciones internacionales para Telintar, la empresa controlada por Telefónica y Telecom que detentaba el monopolio de las llamadas internacionales. Telintar no permaneció inactiva e inició una agresiva política de pricing, instrumentada a través de acuerdos de descuentos por grandes volúmenes de llamadas.

En cuanto al creciente mercado de transmisión de datos, la CNT bloqueaba las iniciativas de Telefónica para tener una participación más activa en dicha industria, a través de su controlada Startel (ver Anexo 12). Esteban Lara pudo acceder a varios informes elaborados en base a información de carácter público, elaborados por los departamentos de research de importantes empresas de inversión, con sede en New York y Londres. En particular, uno de los papers indicaba que era muy probable que se realizaran los siguientes planes operativos:

⁷ Una llamada local (en un radio de 50 Km) cuesta 1,3 centavos de USD/minuto. En cambio, una llamada Mendoza-Buenos Aires (1100 km) cuesta 2,4 USD/minuto. Una comunicación Buenos Aires-USA cuesta 3,6 USD/minuto, en tanto que la misma llamada desde USA cuesta 0,80 USD/minuto.

- Un crecimiento anual de líneas instaladas del 12,5%. Este crecimiento haría aumentar el número de líneas para cada cien habitantes de 18 hasta 27 para el año 2000.
- Una digitalización completa de la red hacia 1998, lo que implicaba una baja de los costos operativos.
- Una reducción de la plantilla: de 16.150 empleados en el ejercicio 1995 a 13.800 empleados en el 1999.

Estas proyecciones provenían del escenario base esbozado en el documento, los escenarios que preveían una reestructuración tarifaria, o una pérdida del monopolio en las llamadas de larga distancia e internacionales (ver Anexo 8). No diferían dramáticamente del escenario base, aún teniendo en cuenta un enfoque conservador, que incluía reducciones de 50% en las tarifas de larga distancia y una pérdida del 40% del mercado internacional para los respectivos escenarios.

En el mismo paper se señalaba que, pese al agresivo plan de inversiones (mil millones de pesos anuales hasta 1999), el cash flow positivo permitiría cumplir con los ambiciosos objetivos sin recurrir a nueva emisión de acciones.

El leverage (medido como deuda neta sobre capitalización total), debería alcanzar un pico de 23,8% en 1996. Luego decrecería hasta 17,8% en 1997, 12,7% en 1998 y 3,4% en 1999. Además, se consideraba probable un aumento del payout (dpa/bpa) que lo llevaría a un 60% en 1997, lo que daría un crecimiento acumulado de los dividendos de un 22%.

Sobre la base del primer escenario base (mantenimiento de la actual estructura tarifaria), se exhibía también un modelo de cash flow hasta 1999 (ver Anexo 9). En principio, se dijo Esteban Lara, con dicha información se podría realizar una evaluación del costo del capital de la empresa y además, realizando algunos supuestos sobre el valor residual de la compañía, sería posible estimar un precio “razonable” para la acción de Telefónica.

Para evaluar el costo del capital de la empresa, podía disponer de estadísticas del comportamiento del papel “TEAR” frente al mercado, lo cual permitiría determinar un valor para el beta. La estimación del valor residual también generaba varios interrogantes. En efecto, ¿era dable pensar que en el año 2000 los accionistas esperaran aún un fuerte crecimiento del mercado y por consiguiente, de la rentabilidad de Telefónica?.

Para ese entonces, era muy probable un mercado de telecomunicaciones desregulado pero, al mismo tiempo, era también previsible, que cayeran las barreras entre la industria de las telecomunicaciones y la industria de la televisión por cable. El mercado de la televisión por cable argentino, con más de cuatro millones de abonados, era el más desarrollado de Latinoamérica. Tanto Telefónica como Telecom, que venían invirtiendo fuertemente en cableado óptico, podían llegar a ser líderes en el mercado de transporte de señales de video (ver Anexo 13).

Antes de marcharse a su casa a las 22 hs, Esteban Lara hechó un vistazo a la pantalla de Reuters, que informaba el cierre de los ADR's de Telefónica en New York: U\$S 23,30 (o sea U\$S 2,33 la acción). Su jefe le había solicitado un informe preliminar para mañana por la tarde, sabía que le esperaba otra dura jornada de trabajo.

ANEXO 1

	TEAR		MERVAL	
	Price	Return		Return
ene-92	2.95		807.92	
feb-92	3.36	0.14	702.73	-0.13
mar-92	4.12	0.23	747.79	0.06
abr-92	4.40	0.07	830.46	0.11
may-92	4.65	0.06	881.74	0.06
jun-92	3.76	-0.19	660.42	-0.25
jul-92	3.17	-0.16	580.33	-0.12
ago-92	3.24	0.02	454.39	-0.22
sep-92	3.08	-0.05	419.80	-0.08
oct-92	2.80	-0.09	396.16	-0.06
nov-92	2.70	-0.04	345.97	-0.13
dic-92	3.13	0.16	426.33	0.23
ene-93	3.33	0.06	428.24	0.00
feb-93	3.30	-0.01	388.79	-0.09
mar-93	3.55	0.08	420.66	0.08
abr-93	3.57	0.01	397.03	-0.06
may-93	3.62	0.01	377.62	-0.05
jun-93	3.86	0.07	412.91	0.09
jul-93	3.88	0.01	410.09	-0.01
ago-93	4.27	0.10	448.76	0.09
sep-93	4.70	0.10	487.09	0.09
oct-93	5.28	0.12	507.85	0.04
nov-93	5.44	0.03	478.76	-0.06
dic-93	7.33	0.35	581.92	0.22
ene-94	7.90	0.08	683.12	0.17
feb-94	7.60	-0.04	652.01	-0.05
mar-94	6.28	-0.17	558.75	-0.14
abr-94	6.32	0.01	545.84	-0.02
may-94	7.20	0.14	605.28	0.11
jun-94	5.85	-0.19	519.10	-0.14
jul-94	6.68	0.14	545.53	0.05
ago-94	7.28	0.09	603.26	0.11
sep-94	6.90	-0.05	604.55	0.00
oct-94	6.17	-0.11	574.51	-0.05
nov-94	5.65	-0.08	525.28	-0.09
dic-94	5.15	-0.09	460.49	-0.12
ene-95	4.95	-0.04	435.00	-0.06
feb-95	1.83	-0.63	322.54	-0.26
mar-95	2.45	0.34	382.46	0.19
abr-95	2.35	-0.04	391.99	0.02
may-95	2.70	0.15	434.00	0.11
jun-95	2.51	-0.07	405.55	-0.07
jul-95	2.72	0.08	456.99	0.13
ago-95	2.53	-0.07	453.86	-0.01
sep-95	2.40	-0.05	431.74	-0.05

ANEXO 2

Síntesis de la Estructura de Resultados

	<i>Cifras expresadas en millones de pesos</i>				
	<i>30-sep-95</i>	<i>30-sep-94</i>	<i>30-sep-93</i>	<i>30-sep-92</i>	<i>30-sep-91</i>
Ingresos por ventas netas	2,731.65	2,610.86	2,171.47	1,885.12	1,389.41
Gastos Explotación, admin. y comerc.	- 2,015.26	- 1,950.94	- 1,613.97	- 1,457.88	- 1,131.97
Ganancia de explotación	716.39	659.92	557.50	427.24	257.44
Resultado inversiones permanentes	- 0.30				
Otros egresos netos	- 62.81	- 72.58	- 108.55	- 106.14	- 103.88
Efectos de la financiación	13.65	17.34	6.07	8.95	29.44
Impuesto a las ganancias	- 209.09	- 184.27	- 121.67	- 89.93	- 47.43
Ganancia Neta del ejercicio	457.84	420.41	333.35	240.12	135.57

ANEXO 3

Algunos Indicadores Operativos

	<i>30-sep-95</i>	<i>30-sep-94</i>	<i>30-sep-93</i>	<i>30-sep-92</i>	<i>30-sep-91</i>
Líneas en servicio	3,027,815	2,595,929	2,213,317	2,008,447	1,782,355
Líneas en servicio por empleado	190.10	154.20	122.30	104.30	98.40
Líneas en servicio por cada cien habitantes	18.80	16.40	14.10	12.60	12.60
Teléfonos de uso público	41,434	31,671	24,027	20,686	14,642
Líneas instaladas en el ejercicio	548,675	346,921	408,756	234,693	66,176
Inversión en bienes de uso (mill. de \$)	1,202.89	1,058.72	1,011.18	664.26	228.55
Digitalización de la red (en %)	70.80	52.90	38.20	24.00	18.10

Indicadores Operativos Comparados

	Líneas en servicio por empleado
Bell Atlantic	310
France Telecom	230
Telefónica de Argentina	190
PTT China	30

Potencial de Penetración

	Argentina	Corea	Portugal	Grecia
PBI por habitante (en \$)	8600	8600	8600	8600
Líneas en servicio por cien habitantes	19	38	31	46

ANEXO 4
Síntesis de la Estructura Patrimonial

	<i>Cifras expresadas en millones de pesos</i>				
	<i>30-sep-95</i>	<i>30-sep-94</i>	<i>30-sep-93</i>	<i>30-sep-92</i>	<i>30-sep-91</i>
ACTIVO					
Activo Corriente	611.4	622.9	547.9	494.8	513.0
Activo No Corriente	4,747.1	4,124.1	3,604.5	3,003.5	2,692.4
Total del Activo	5,358.5	4,747.0	4,152.4	3,498.3	3,205.4
PASIVO					
Pasvo Corriente	918.8	927.2	857.8	511.3	345.6
Pasivo no Corriente	1,089.7	687.0	377.5	241.8	231.0
Total del Pasivo	2,008.5	1,614.2	1,235.3	753.1	576.6
Patrimonio Neto	3,350.0	3,132.8	2,917.0	2,745.3	2,628.8
Total del Pasivo más Patrimonio Neto	5,358.5	4,747.0	4,152.3	3,498.4	3,205.4

ANEXO 5
Otros Indicadores al 30 Septiembre de 1995

Acciones	2,357.51 millones
Valor Libros	1.42
Valor mercado (promedio ejercicio 95)	2.97
BN disponible accionistas	457.8 millones de \$
Dividendos	234.5 millones de \$
Payout	51.20%
Deuda	1,184 millones de \$
Patrimonio Neto	3,350 millones de \$
Equity (valor de mercado)	7,002 millones de \$
Apalancamiento D/D+E	14.50%

ANEXO 6
Indicadores Financieros Comparados

	Promedio Industria	Bell South	Pacific Telesis	Telefónica España	Telmex	Telefónica Argentina
Facturación (mil mill \$)		15,880	12,839	10,195	7,895	
Capitalización Bursatil		27,839	20,607	11,007	22,180	
Crecimiento ventas	7.90%	-0.90%	-4.40%	9.60%	11%	
Ventas/Capital empleado	82%	75%	73%	40%	50%	
Inversiones/ingresos	24%	20%	19%	24%	30%	36%
Beta	1.15	0.5	0.8	1	1.3	
Valor Económico/EBIT	8.1	5.6	6.9		5.6	
Endeudamiento (D/E)	89%	60%	75%	10%	10%	

ANEXO 7
Política de Dividendos

Ejercicio 92	18-dic-91	0.012	
	17-mar-92	0.012	
	11-jun-92	0.012	
	11-sep-92	0.012	0.048
Ejercicio 93	26-dic-92	0.01	
	19-mar-93	0.02	
	11-jun-93	0.03	0.060
Ejercicio 94	15-ene-94	0.038	
	03-jun-94	0.041	0.079
Ejercicio 95	22-dic-94	0.048	
	03-may-95	0.052	0.100

ANEXO 8
Análisis de Escenarios Posibles

	1996	1997	1998	1999
Escenario 1:				
Se mantiene la estructura tarifaria actual				
Ingresos	2,654.0	2,992.3	3,295.4	3,626.4
Beneficio Neto	560.0	701.7	846.0	999.6
Escenario 2:				
Reestructuración tarifaria				
Ingresos	2,692.4	3,043.1	3,339.0	3,664.4
Beneficio Neto	558.0	704.8	843.3	991.1
Escenario 3:				
Reestructuración tarifaria + fin monopolio				
Ingresos	2,692.4	3,043.1	3,265.4	3,559.4
Beneficio Neto	558.0	704.8	784.1	896.2

ANEXO 9
Proyecciones de Cash Flow hasta 1999

	<i>Cifras expresadas en millones de US Dólares</i>				
	1995	1996	1997	1998	1999
Escenario 1					
Beneficio Neto		560.0	701.7	846.0	999.6
mas depreciación y otros ítems contables		623.8	779.2	876.2	963.5
más (menos) cambios en el fondo maniobra		23.3	26.4	41.3	38.0
más (menos) inversiones		- 1,027.9	- 1,024.4	- 1,030.8	- 933.7
Cash flow disponible		179.2	482.9	732.7	1,067.4
Evolución de la deuda de corto plazo	253.8	253.8	253.8	253.8	253.8
Evolución de la deuda de largo plazo	929.8	1,035.6	943.1	723.6	262.0