

# **El financiamiento posterior a la crisis 2001 de algunas empresas líderes en Argentina**

**Dr. Néstor J. González**

**Dr. Damián J. Marcos**

## **ÍNDICE TEMÁTICO**

1. INTRODUCCIÓN
2. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE ARGENTINA
3. ANÁLISIS DEL SECTOR ALIMENTICIO
  - 3.1. MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A.
    - 3.1.1. Desarrollo de negocios
    - 3.1.2. Evolución económica y financiera
      - 3.1.2.1. Análisis económico
      - 3.1.2.2. Análisis financiero
      - 3.1.2.3. Análisis económico y financiero a través de índices
  - 3.2. LEDESMA SOCIEDAD ANÓNIMA AGRÍCOLA INDUSTRIAL
    - 3.2.1. Desarrollo de negocios
    - 3.2.2. Evolución económica y financiera
      - 3.2.2.1. Análisis económico
      - 3.2.2.2. Análisis financiero
4. ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN
  - 4.1 JUAN MINETTI S.A.
    - 4.1.1. Desarrollo de negocios
    - 4.1.2. Evolución económica y financiera
      - 4.1.2.1. Análisis económico
      - 4.1.2.2. Análisis financiero
  - 4.2. POLLEDO S.A.I.C. y F.
    - 4.2.1. Desarrollo de negocios
    - 4.2.2. Evolución económica y financiera
      - 4.2.2.1. Análisis económico
      - 4.2.2.2. Análisis financiero
5. ANÁLISIS DEL SECTOR BANCARIO
  - 5.1. GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.
    - 5.1.1. Desarrollo de negocios
    - 5.1.2. Evolución económica y financiera
      - 5.1.2.1. Análisis económico
      - 5.1.2.2. Análisis financiero
  - 5.2. BBVA BANCO FRANCÉS S.A.
    - 5.2.1. Desarrollo de negocios
    - 5.2.2. Evolución económica y financiera
      - 5.2.2.1. Análisis económico

- 5.2.2.2. Análisis financiero
- 6. ANÁLISIS DEL SECTOR TELECOMUNICACIONES
- 6.1. TELEFÓNICA DE ARGENTINA S.A.
- 6.1.1. Desarrollo de negocios
- 6.1.2. Evolución económica y financiera
- 6.1.2.1. Análisis económico
- 6.1.2.2. Análisis financiero
- 6.2 TELECOM DE ARGENTINA S.A.
- 6.1.3. Desarrollo de negocios
- 6.1.4. Evolución económica y financiera
- 6.1.4.1. Análisis económico
- 6.1.4.2. Análisis financiero
- 7. CONCLUSIONES
- 8. BIBLIOGRAFÍA

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- Gráfico 1 Molinos – Resultado de las Operaciones
- Gráfico 2 Molinos – Índices Económicos
- Gráfico 3 Molinos – Análisis dinámico de resultados (variación anual)
- Gráfico 4 Molinos – Fuentes y Usos de Fondos
- Gráfico 5 Molinos – Índices Financieros
- Gráfico 6 Molinos – Índices de Liquidez
- Gráfico 7 Ledesma – Resultados de las operaciones
- Gráfico 8 Ledesma – Índices económicos
- Gráfico 9 Ledesma – Fuentes y Usos de Fondos
- Gráfico 10 Ledesma – Índices de liquidez
- Gráfico 11 Ledesma – Índices Financieros
- Gráfico 12 Minetti – Resultados de las operaciones
- Gráfico 13 Minetti – Índices Económicos
- Gráfico 14 Minetti – Índices de liquidez
- Gráfico 15 Minetti – Índices Financieros
- Gráfico 16 Minetti – Fuentes y Usos de Fondos
- Gráfico 17 Polledo – Resultado de las operaciones
- Gráfico 18 Polledo – Índices económicos
- Gráfico 19 Polledo – Fuentes y Usos de Fondos
- Gráfico 20 Polledo – Índices de liquidez
- Gráfico 21 Grupo Galicia – Resultado de las operaciones
- Gráfico 22 Grupo Galicia – Fuente y Usos de Fondos
- Gráfico 23 Banco Francés – Depósitos en Sector Privado No Financiero
- Gráfico 24 Banco Francés – Préstamos al Sector Privado No Financiero
- Gráfico 25 Banco Francés – Resultado de las operaciones
- Gráfico 26 Banco Francés – Fuente y Usos de Fondos
- Gráfico 27 Telefónica – Resultados de las operaciones

- Gráfico 28 Tel4efónica – Fuente y Usos de Fondos
- Gráfico 29 Telefónica – Evolución del Capital de Trabajo y principales Deudas
- Gráfico 30 Telecom – Resultados de las operaciones
- Gráfico 31 Telecom – Ventas por líneas de actividades
- Gráfico 32 Telecom – Fuente y Usos de Fondos
- Gráfico 33 Minetti y Polledo – Evolución del Capital de Trabajo
- Gráfico 34 Molinos y Ledesma – Evolución del Capital de Trabajo
- Gráfico 35 Telecom – Evolución del Capital de Trabajo

## **1. INTRODUCCIÓN**

El presente trabajo tiene por objeto investigar si las empresas han reestructurado sus deudas para sostenerse y crecer luego de la devaluación argentina. Para ello analizaremos para algunos sectores las formas de financiación de las empresas más importantes radicadas en el país, cotizantes en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y correlacionar este hecho con la evolución post default. También verificaremos si las empresas acudieron a reestructuraciones o no, y si aplicaron políticas de autofinanciación.

Para comenzar el trabajo primeramente efectuaremos en el Capítulo 2 un análisis macroeconómico de Argentina, para entender cuál ha sido el contexto general al cual las empresas debieron afrontar desde el año 2000 hasta la situación actual. A partir del capítulo 3 y hasta el capítulo 6 analizaremos algunos de los sectores relevantes del mercado argentino, como ser el sector alimentación, construcción, comunicaciones, bancario y telecomunicaciones, los cuales representan un 41.6% del PBI del año 2004, según podemos observar en el siguiente cuadro:

En millones de pesos corrientes

<b>Producto Bruto Interno</b>	<b>412.306</b>	<b>100%</b>
Sector Financiero	17.044	4.10%
Sector Comunicaciones	37.524	9.10%
Sector Construcciones	17.264	4.20%
Sector Manufacturero	99793	24.20%
<b>Total</b>	<b>171.625</b>	<b>41.6%</b>

Fuente: Ministerio de Economía

Para cada sector pondremos énfasis en algunas empresas líderes que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

En cada uno de ellos analizaremos el desarrollo del sector en general, y para cada una de las empresas seleccionadas se constatará la evolución económica, financiera y el empleo de políticas de financiación, a través de índices e información contable y financiera de calidad. De esta manera podremos observar las políticas usuales de financiación elegidas por las empresas que conforman la muestra. La información obtenida a través de balances auditados, informes de mercado, artículos de especialización y reuniones con Organizaciones garantizan la calidad de los datos.

En nuestras Conclusiones destacaremos cuáles han sido la forma de recuperación de los distintos sectores luego de la devaluación y cuál es la posible evolución que se percibe.

## **2. EVOLUCIÓN MACROECONÓMICA DE ARGENTINA**

En el año 2001, se profundizó la recesión que aquejaba al país desde 1999, desencadenándose en diciembre una crisis social y política que derivó en la renuncia del presidente de la Nación y del gabinete de ministros en medio de una amplia protesta popular, acompañada de saqueos a supermercados y daños a sucursales bancarias.

Los mencionados problemas domésticos derivaron en una falta de credibilidad del gobierno, acentuando las dificultades ya existentes para la obtención de crédito público. El ataque terrorista a las Torres Gemelas de New York el 11 de septiembre incrementó la percepción del riesgo a nivel mundial, dificultando aún más el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales.

En el mercado financiero, los temores sobre la posibilidad de incumplimiento de los compromisos financieros externos llevaron a la tasa de riesgo país, que a principios de año rondó los 700 puntos básicos, a superar los 4.400 puntos básicos en diciembre.

La desconfianza y el descontento por la situación del país impulsaron a los ahorristas a retirar sus depósitos de los bancos. El retiro de los depósitos se acentuó hacia fin de año culminando en una corrida bancaria el 30 de noviembre, jornada en la que se retiraron aproximadamente \$ 1.800 millones del sistema. Los hechos mencionados llevaron a las autoridades a limitar la extracción de efectivo por parte de los depositantes, medida que agravó el clima de desconfianza en la población. La devolución de los depósitos en dólares se convirtió en un problema crítico, puesto que al agotarse las reservas de liquidez del sistema financiero, no existió un prestamista de última instancia en dólares que financiara el reintegro de dichos depósitos.

De los \$ 95.000 millones de deuda en bonos se canjearon \$ 50.000 MM correspondientes a los tenedores locales. La crisis bancaria de diciembre generó un paréntesis en el tratamiento previsto para el tramo internacional de la deuda y posteriormente el presidente Rodríguez Saa anunció la suspensión de pagos de la deuda externa, para luego dejar el cargo por falta de apoyo político. Inmediatamente, el nuevo presidente de la Nación, Eduardo Duhalde, decretó la salida de la convertibilidad, devaluándose el peso con variaciones que rondaban entre el 200% y 300%, e introduciendo el control de cambios por primera vez en más de una década. Además se ponía en marcha un mecanismo de pesificación asimétrica para las deudas en moneda extranjera.

El tipo de cambio experimentó una subida abrupta luego de la salida de la convertibilidad. El valor del dólar llegó a alcanzar \$ 3.8 en junio de 2002, y luego comenzó a descender influenciado por el cambio en las expectativas de los agentes económicos y por las intervenciones del BCRA. El tipo de cambio se incrementó un 234% durante el año 2002.

Se observó asimismo un cambio de estructura de precios relativos a favor de los bienes transables y en contra de los no transables.

A nivel trimestral el PBI comenzó a crecer, debido a la leve recuperación de la industria de los sectores que adaptaron su producción a la sustitución de las importaciones como el de maquinarias, neumáticos, textiles,

papel, y cigarrillos. En el sector externo, la inestabilidad económica, la incertidumbre política y el aumento a las retenciones tuvieron un efecto negativo en las exportaciones, provocando la disminución de los costos por efecto de la devaluación, fundamentalmente los laborales. Las inversiones también disminuyeron en aproximadamente un 40%, constituyéndose en otro obstáculo para la reanudación del crecimiento de la economía.

En mayo del año 2003, asumió Kirchner a la presidencia de la Nación, y en pos de restablecer los vínculos con el exterior debilitado durante la crisis del 2001-2002, emprendió una serie de visitas a distintos países (Brasil, Unión Europea y los EE.UU.). El incremento de los precios internacionales de los principales *commodities*, en especial la soja, permitió a las autoridades estimular la demanda por medio de la concreción de políticas expansivas, gracias a los mayores ingresos por los derechos de exportación. El crecimiento del PBI se impulsó fundamentalmente por los sectores exportadores y los ligados a la sustitución de importaciones, como el siderúrgico, el aceitero, el papelerero y el químico entre otros.

El año 2004 fue un año de crecimiento económico para la Argentina. El PBI creció un 8.5% y se proyecta que durante 2005 este índice se acercará a los niveles alcanzados en 1988. El consumo privado y las inversiones crecieron un 8.5% y 36% respectivamente. Los precios al consumidor se mantuvieron estables a lo largo del año mostrando solo un calentamiento hacia el mes de diciembre. El índice de precios al consumidor creció 6.1% en el año.

La utilización de la capacidad instalada en algunos sectores de la economía se encontraba entre el 81% y 95%, como es el caso en las industrias metálicas básicas, de refinación de petróleo, del papel y cartón. Las exportaciones de productos primarios descendieron un 2% mientras las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario (MOA) crecieron un 7% respecto al año anterior. Las importaciones por su lado crecieron 61%, impulsadas por aumentos en las adquisiciones de bienes de capital, bienes intermedios, combustible y energía. El tipo de cambio se mantuvo en valores algo inferiores a los \$ 3 por dólar durante el año 2004. El BCRA intervino activamente en el mercado de divisas con el fin de mantener la cotización del dólar, dadas las mayores liquidaciones de exportaciones provenientes del complejo sojero.

Como hecho significativo del año 2005, el Gobierno Nacional presentó a consideración de los acreedores una oferta de canje de deuda en default, emitida con anterioridad al 31 de diciembre de 2001, por nuevos bonos denominados "Bonos Par", "Bonos Cuasipar" y "Bonos Descuento". El 25 de febrero finalizó el período de canje, que contempló una importante quita en los capitales adeudados como así también disminución de las tasas de interés y extensión de los plazos de pago. Este canje tuvo una adhesión del 76,15% del monto total de deuda sujeta a reestructuración. El proceso finalizó en junio de 2005 al momento de concretarse la liquidación definitiva de los nuevos bonos y de los intereses acumulados desde el 31 de diciembre de 2003. Además los valores comenzaron a cotizar en la plaza bursátil, a excepción del bono "cuasipar", que conforme a las consideraciones de emisión, puede hacerlo a partir del año.

Los mayores desafíos del gobierno para fines del 2005 y el 2006 son la renegociación de los contratos de las empresas privatizadas que incluiría aumentos de tarifas con las empresas de los sectores de gas, electricidad, aguas, concesionarios de accesos y autopistas, y la completa reestructuración de la deuda pública.

### **3. ANÁLISIS DEL SECTOR ALIMENTICIO**

En este sector analizaremos la evolución de las empresas Molinos Río de la Plata S.A. (en adelante "Molinos") y Ledesma Sociedad Anónima Agrícolas Industrial ("Ledesma").

#### **3.1. MOLINOS RÍO DE LA PLATA S.A.**

Actividad principal: Industrialización y comercialización de productos alimenticios.

##### **3.1.1. Desarrollo de negocios**

Durante los años 2000 y 2001, la Sociedad se desarrolló en un mercado local muy recesivo, donde la inversión privada había disminuido en un 4% y el consumo se había incrementado en un modesto 1%. Dicha circunstancia impactó en las ventas en Supermercados, la rentabilidad en las cadenas de comercialización, obligando a disminuir precios para sostener el nivel de ventas en volúmenes.

En el mercado externo, también los resultados no fueron satisfactorios porque China e India tomaron medidas proteccionistas aumentando los derechos de importación.

En el año 2002, cuando se produjo la crisis Argentina, Molinos decidió cambiar la estrategia de negocios reorientando las ventas hacia el mercado externo, desarrollar simultáneamente segundas marcas, y fusionarse con Oleaginosa Morenos Hnos. SA para lograr una mayor productividad.

En el año 2003, la situación macroeconómica fue mejorando paulatinamente como lo demuestra el siguiente cuadro de evolución de la actividad industrial y la alimenticia, sector donde desarrolla su actividad la Sociedad de nuestro análisis:

#### **EVOLUCIÓN SECTORIAL**

**En porcentaje**

<b>AÑO</b>	<b>ACTIVIDAD INDUSTRIAL</b> %	<b>ACTIVIDAD ALIMENTICIA</b> %
2000	-----	-2,6
2001	-6	-3,9
2002	-10,6	-6,1
2003	16,3	4,5
2004	10,8	6,08

Fuente: Memoria a los Estados Contables de Molinos Río de la Plata S.A., comprendido entre los años 2000 y 2004 inclusive.

Asimismo, se observó que la capacidad instalada del sector alimentario creció al 68% (en el 2002 estaba en el 57%). Por lo tanto, la industria aceitera, sector muy dinámico se vio favorecida por el incremento de la producción

del girasol, y la exportación de aceites también mejoró un 80% con respecto al año anterior porque China triplicó sus compras, como podemos observar en el cuadro siguiente:

### VOLÚMENES DE VENTA (TN)

AÑO	PRODUCTO DE MARCA		GRANELES	
	MERCADO LOCAL	MERCADO EXTERNO	MERCADO LOCAL	MERCADO EXTERNO
2000	531.000	120.000	60.000	152.000
2001	499.000	115.000	31.000	249.000
2002	440.000	112.000	21.000	684.000
2003	455.000	124.000	101.000	2.041.000
2004	421.000	142.000	45.000	2.198.000

Fuente: Memoria a los Estados Contables de Molinos Río de la Plata, comprendido entre los años 2000 y 2004 inclusive.

Además, la Sociedad decidió comprar el 50% de Pecom Agras SA, por su carácter estratégico, debido a que su principal actividad es el procesamiento de la soja, permitiéndole exportar y captar el mayor valor de dicho producto y sus derivados. También decidió la construcción de un puerto en San Lorenzo para mejorar la infraestructura de exportación.

En el año 2004, continuaron los signos de recuperación económica y la capacidad instalada de la industria alimenticia llegó al 75%. La Sociedad continuó con la estrategia en sus dos pilares, por un lado las marcas tanto en el mercado local como en el internacional, y por el otro el mercado de graneles.

Con posterioridad al período de nuestro análisis (2000-2004), "la Sociedad mantuvo su estrategia de negocio tanto en el mercado local como así también en el internacional, dado la situación favorable de los mercados internacionales en materia de demanda"<sup>(1)</sup>.

### 3.1.2. Evolución económica y financiera

#### 3.1.2.1. Análisis económico

Con respecto a la situación económica, las ventas crecieron paulatinamente desde el año 2002 en adelante (ver gráfico 1). No obstante en el año 2001, Molinos decidió cambiar el mix de venta realizando un agresivo plan de exportaciones, a raíz de la recesión del mercado interno. En los años 2002 y 2003, ayudado por la devaluación del peso, las exportaciones (aceite crudo de girasol, pellets y aceite de soja) fueron ocupando un lugar en las ventas.

---

<sup>(1)</sup> Reseña informativa de los Estados Contables de Molinos Río de la Plata S.A. – Balance Trimestral al 30/06/2005.

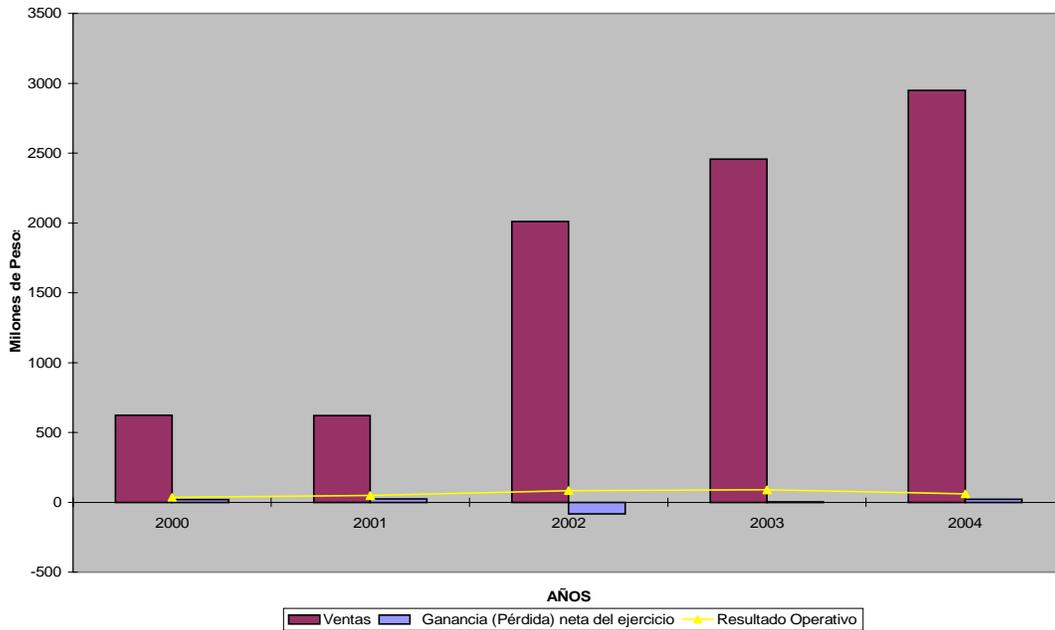


Gráfico 1 Molinos – Resultado de las Operaciones

Pero si observamos el índice de Utilidad Neta / ventas (ver gráfico 2), “que mide la participación de la contribución marginal”(2), observamos que fue decayendo paulatinamente, desde un 25% hasta un 9%, porque la empresa tuvo que ir reduciendo sus márgenes de contribución para sostener ese crecimiento en las ventas.

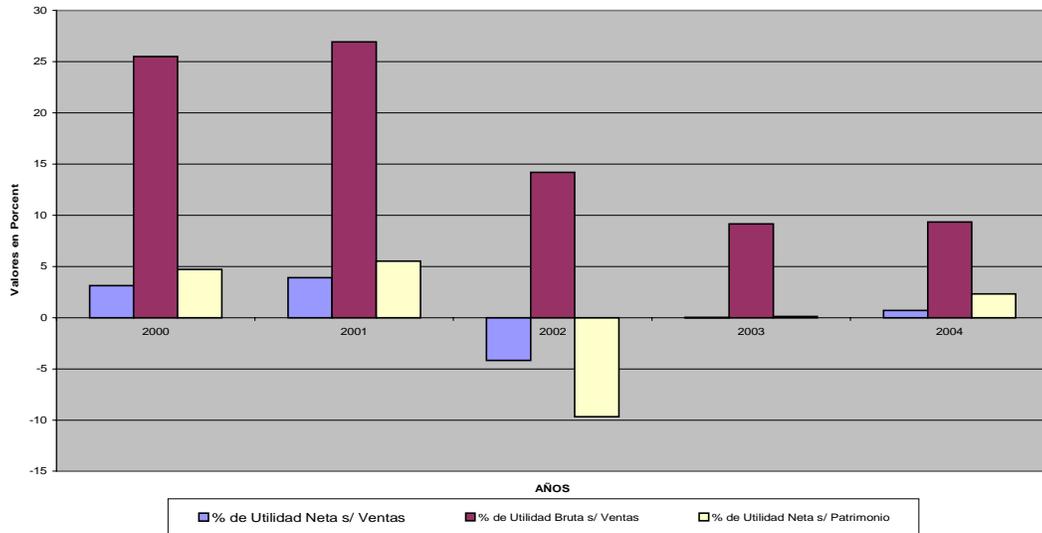


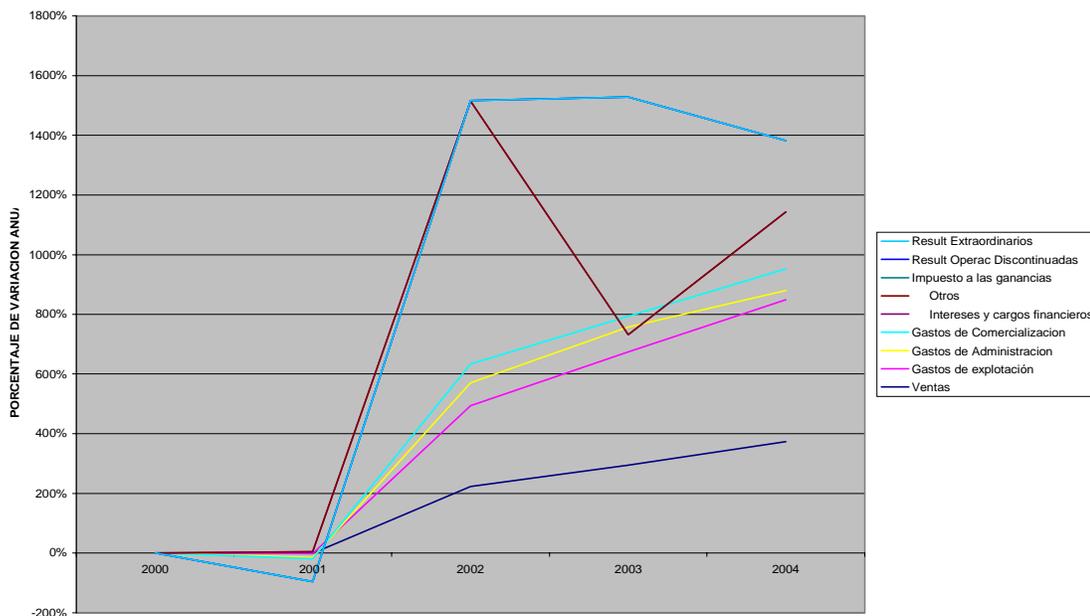
Gráfico 2 Molinos – Índices Económicos

Los gastos de Comercialización y Administración comenzaron a crecer a partir del año de la devaluación (2002), analizados con base 100 al año 2000 (3) (ver gráfico 3). El resultado operativo fue creciendo, pero el mayor salto lo registra en el año 2002, a raíz de la contribución de los resultados positivos \$25MM correspondiente al

(2) Eduardo Basagaña y colaboradores, “Administración Financiera”, Editorial Macchi, 1era Edición, Bs. As., Octubre 1979, Cap.III (Pág. 82)

(3) John N. Myer, “Análisis de Estados Financieros”, Editorial Mundi SA, 2da Edición, Bs. As., Agosto 1975, Cap XI (Pág. 171)

resultado de Participaciones en Otras Sociedades, vinculadas a su actividad principal, dentro de una estrategia de diversificación de portafolio de marcas. No obstante, debemos destacar que en el año 2003 la incidencia negativa de otros gastos operativos (\$24,9MM de Impuesto a los débitos y créditos bancarios) y la amortización de la Llave del Negocio y Bienes Intangibles (\$15.5MM) influyeron en la velocidad de crecimiento de los resultados. En el año 2004 los conceptos citados más arriba continuaron afectando el resultado operativo, produciendo un punto de inflexión a la baja.



**Gráfico 3 Molinos – Análisis dinámico de resultados (variación anual)**

Por último, analizando el Resultado neto de la empresa, podemos observar que durante los años 2000 y 2001, el índice de Resultado / Ventas y Resultado / Patrimonio reflejaron unas ratios de utilidad razonables, pero es el año 2002 donde el efecto financiero (año de la devaluación y cambio de la estructura de precios relativos) afectó a las operaciones del negocio. En dicho año el efecto neto financiero generado por posiciones activas y pasivas impactaron negativamente en \$ 114MM y además en Otros Egresos, debemos computar \$26MM de Impuesto a las ganancias mínima presunta, \$14MM créditos fiscales no recuperables y \$6MM de indemnizaciones por despidos, implicando un resultado neto negativo en \$ 84MM.

En el año 2003 el resultado final positivo \$ 1MM se vio impactado por \$ 10MM de Otros Egresos, Impuesto a las ganancias \$30MM y por último la pérdida de \$42MM por la venta de Molfino Hnos.

El año 2004, el Resultado del ejercicio positivo de \$21MM se originó fundamentalmente por el efecto combinado de la contabilización del cobro del precio base de la venta de Molfino Hnos. (\$34.9MM) y la pérdida de \$7.3MM correspondiente al siniestro ocurrido en la planta de Rosario afectando a los Bienes de Cambio y Bienes de Uso.

### 3.1.2.2. Análisis financiero

En el gráfico 4 podremos ver cómo ha evolucionado los fondos de Molinos en los últimos cinco años, generados por actividades de operación, de inversión y financieras.

Durante los dos años antes de declararse la crisis, Molinos desarrolló una política equilibrada desde el punto de vista financiero: “Ya en el año 1996 había emitido obligaciones negociables no convertibles en acciones de la Sociedad con garantía de exportaciones por un valor de USD150MM pagaderos en cuotas iguales y consecutivas con vencimientos semestrales de capital e interés a partir del 22/4/1997 hasta el 22/10/2006. Con los fondos de esa emisión, la Sociedad canceló préstamos contraídos con diversas entidades financieras y a la inversión en activos físicos ubicados en el país. También asumió ciertos compromisos entre los que se incluyen restricciones a la constitución de gravámenes y el cumplimiento de ciertos límites de endeudamiento y de patrimonio”<sup>(4)</sup>.

En el año 2002, las actividades operativas permitieron financiar las inversiones y cancelar deuda financiera en dólares: “El 1 de agosto de 2002 recompró a los inversores no residentes en forma parcial, sus obligaciones negociables por un monto de USD31.4MM de valor nominal residual. La operación se realizó con un descuento del 25% sobre el valor nominal residual de las Obligaciones Negociables recompradas”<sup>(5)</sup>.

En el 2003, las actividades de Inversión se autofinanciaron porque se vendieron participaciones de Sociedades Controladas.

Por otro lado las actividades operativas permitieron autofinanciar la mayor actividad generada por el incremento de las ventas y canceló la correspondiente cuota semestral más los intereses de las Obligaciones Negociables.

Además para financiar sus exportaciones, “la Sociedad celebró un programa de préstamos entre la Sociedad, sus sociedades controladas Molinos Internacional S.A., Molfino Hnos. S.A. y la Corporación Financiera Internacional. La línea constaba de tres tramos por un monto total de USD60MM cada tramo, el primero correspondiente al año 2003, el segundo a 2004 y el tercero a 2005. Como requisito de esa operación, la Sociedad transfirió a una entidad fiduciaria sus derechos, títulos e intereses respecto de ciertos acuerdos marco de exportación”<sup>(6)</sup>.

También en el año 2004, Molinos continuó generando fondos de manera importante, los cuales permitieron financiar prácticamente la totalidad de las inversiones -\$ 220MM- fundamentalmente originadas en las obras destinadas a aumentar la capacidad de molienda en la planta ubicada en San Lorenzo y a la construcción del puerto sobre el río Paraná, para atender las necesidades de las plantas de San Lorenzo y Santa Clara.

---

<sup>(4)</sup> Nota a los Estados Contables de Molinos Río de la Plata SA al 31/12/2000

<sup>(5)</sup> Nota a los Estados Contables de Molinos Río de la Plata SA al 31/12/2002

<sup>(6)</sup> Nota a los Estados Contables de Molinos Río de la Plata SA al 31/12/2003

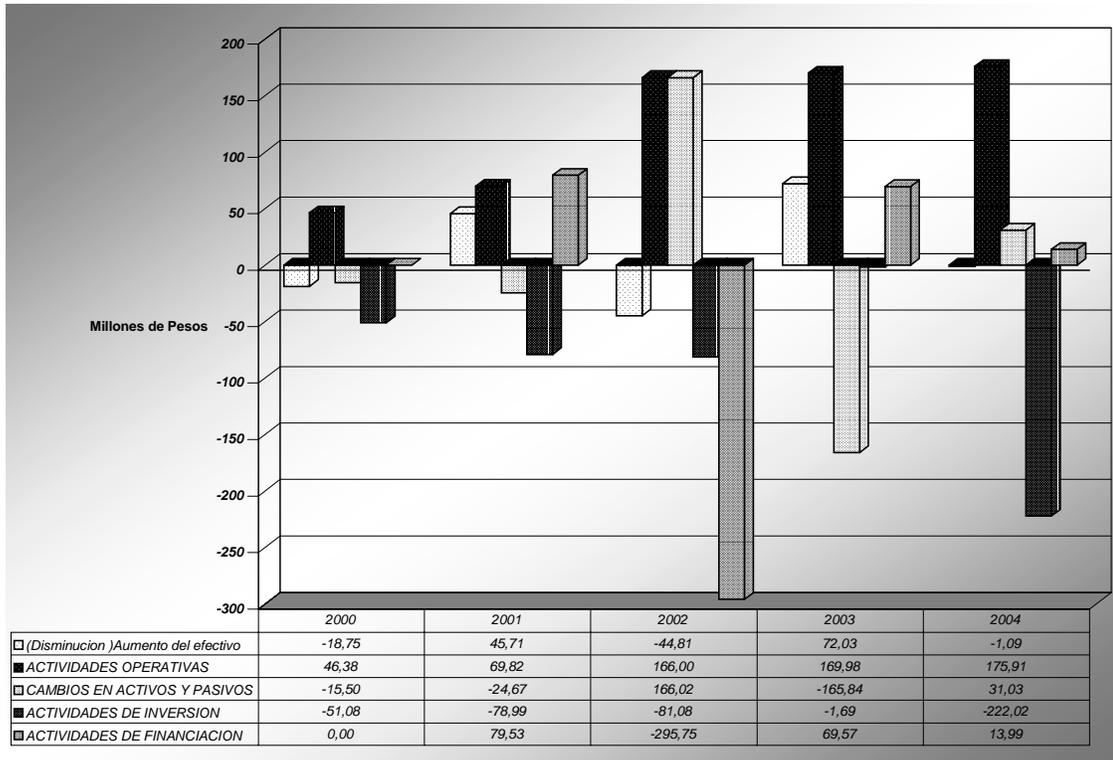


Gráfico 4 Molinos – Fuentes y Usos de Fondos

### 3.1.2.3. Análisis económico y financiero a través de índices

A través del análisis de índices financieros (ver gráfico 5) podremos observar otros comportamientos de las finanzas de Molinos.

En lo que respecta a la inmovilización de activos (Bienes de Uso y Bienes Intangibles), podemos observar que a partir del año 2003 y 2004 el rubro Bienes Intangibles y Llave del negocio se incrementa a partir de adquisiciones de nuevas marcas e inversiones en empresas, por eso el índice de inmovilización de activos pasa de una relación de 0.32 a 0.48, terminando en el 2004 en 0.42.

Con respecto a la evolución de sus cuentas a cobrar la misma fue satisfactoria, porque hubo una disminución de los días en la calle, año tras año. Dicha situación también se ve corroborada por el índice que compara las Ventas / créditos por Ventas, donde dicha relación aumenta, reflejando la adecuada liquidez de las cuentas a cobrar <sup>(7)</sup>.

No obstante debemos aclarar que en el rubro Inversiones (colocaciones en Instituciones Bancarias y Financieras), existe una disponibilidad restringida de \$21MM correspondiente a la Garantía de las Obligaciones Negociables Emitidas.

<sup>(7)</sup> John N. Myer, ob. cit.

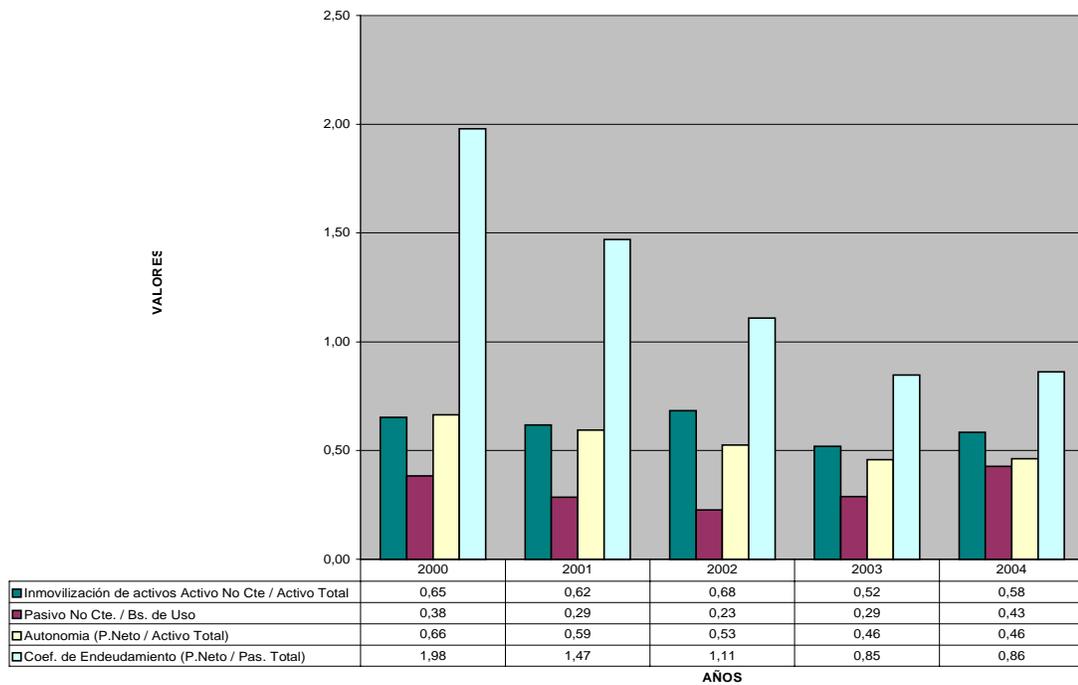


Gráfico 5 Molinos – Indices Financieros

Las adquisiciones de Bienes de Uso fueron financiadas con Pasivo No Corriente, como lo demuestra el aumento de la relación Pasivo No Corriente / Bienes de Uso, ya que de 0.28 promedio pasó a 0.43 en el 2004.

Esta política de adquisición de Bienes de Uso quedó justificada como lo demuestra el índice de Ventas / bienes de Uso que de un 2.30 pasó 3.43 indicando que la productividad del dinero invertido en inmovilizaciones, permitió el incremento en el volumen de las Ventas.

Respecto de los índices de liquidez (ver gráfico 6) si bien hubo una baja en la liquidez corriente en los años 2001 y 2002 respecto del 2000, luego la empresa pudo mantenerlo y hasta crecer en los últimos años.

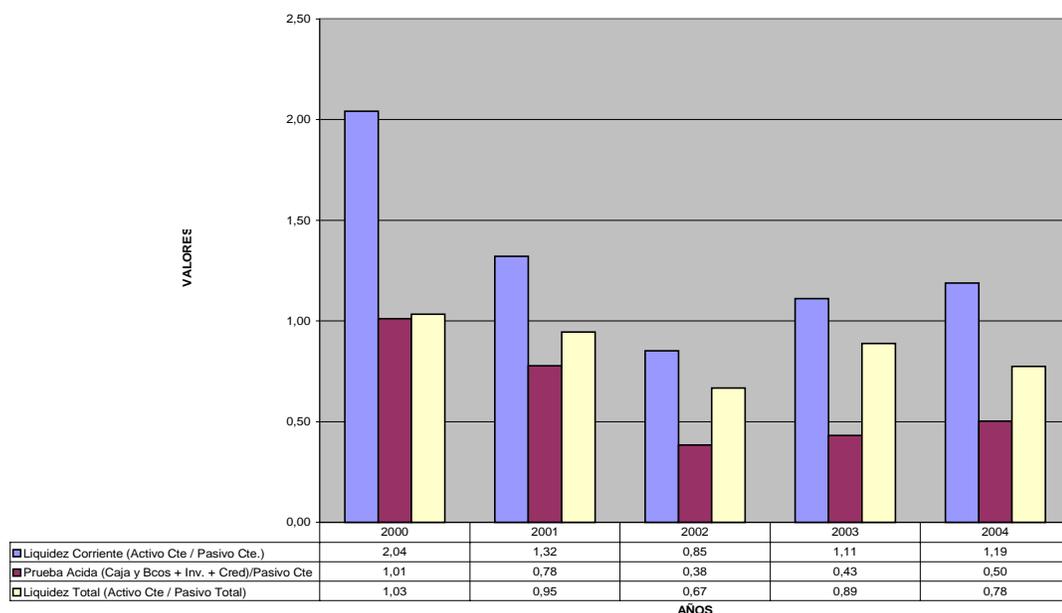


Gráfico 6 Molinos – Índices de Liquidez

### 3.2. LEDESMA SOCIEDAD ANÓNIMA AGRÍCOLA INDUSTRIAL

Actividad principal: Ingenio azucarero, destilería de alcohol, fábrica de papel y cuadernos, productor de frutas, jugos y jarabes edulcorantes.

#### 3.2.1. Desarrollo de negocios <sup>(8)</sup>

Entre la variedad de productos que vende esta sociedad podemos decir que el azúcar y el papel aportan una parte sustancial en los resultados.

Por un lado el azúcar, las ventas en el mercado local se amesetó en un nivel de 287.000 toneladas aproximadamente, durante nuestro período de análisis, pero los mejores números vinieron del lado de las exportaciones, porque crecieron paulatinamente cada año (representando un 17% desde año 2000).

También debemos destacar que las negociaciones en el MERCOSUR, continúan estancadas para que dicho producto sea incluido, condicionando la Argentina su inclusión hasta tanto Brasil discontinúe con su política de subsidios implementada en su Plan Proalcohol.

El papel, el otro producto destacado, tuvo un buen desempeño fundamentalmente en el mercado local, porque fue creciendo paulatinamente, en línea con el período de recuperación económica que tuvo el país, a partir del año 2003. A su vez, la Sociedad no dejó de atender las ventas externas de papel, tal como lo refleja el cuadro siguiente que muestra la evolución de ambos productos, en el quinquenio que hemos estudiado.

<sup>(8)</sup> Memorias a los Estados Contables de Ledesma Sociedad Anónima Agrícola Industrial comprendido entre los años 2000 y 2004.

AÑO	MERCADO AZÚCAR (tns)		MERCADO PAPEL (tns)	
	LOCAL	EXPORTACIÓN	LOCAL	EXPORTACIÓN
99/00	209800	75400	67100	2846
00/01	274500	75300	63700	1434
01/02	394300	68300	59800	3145
02/03	291700	93000	78600	10687
03/04	266600	88200	81500	4425

Fuente: Memorias a los Estados Contables de Ledesma S.A. entre los años 2000 y 2004.

Con posterioridad al período de nuestro análisis, "la Sociedad continuó con los niveles de negocios logrados en estos últimos años, por lo tanto las perspectivas son buenas"<sup>(9)</sup>.

### 3.2.2. Evolución económica y financiera

#### 3.2.2.1. Análisis económico

Como podemos observar en el gráfico 7, las ventas evolucionaron favorablemente año tras año. Asimismo podemos ver que a partir del año 2003 las ventas pegaron un verdadero salto, a raíz de la mejora en las condiciones de los negocios.

En el año 2003, el efecto financiero por tenencias y el impacto del Impuesto a las Ganancias se llevaron prácticamente todo el resultado operativo positivo de \$140MM.

Pero en el año 2004 el resultado operativo del ejercicio (ganancia \$81MM), se vio favorecido por el efecto financiero de las tenencias por \$32MM, y perjudicado por el cargo por Impuesto a las Ganancias \$60MM.

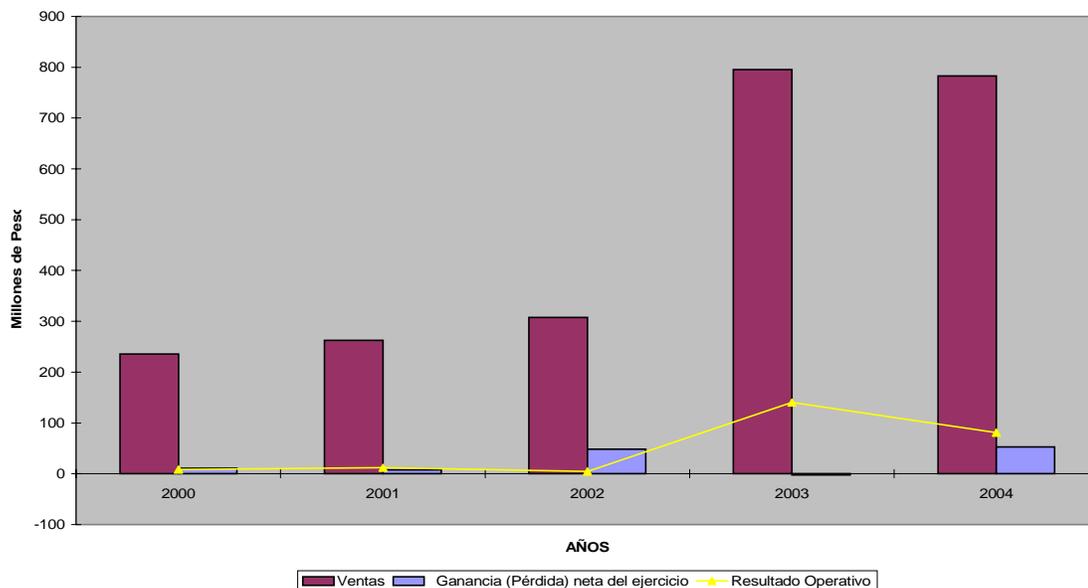


Gráfico 7 Ledesma – Resultados de las operaciones

Si bien la Utilidad Bruta sobre Ventas superó el 35% para el 2003 y 2004 (ver gráfico 8), la Utilidad Neta sobre Ventas y sobre Patrimonio mantuvo valores negativos en 2003 y se recuperó en 2004, sin alcanzar los valores máximos de 2002.

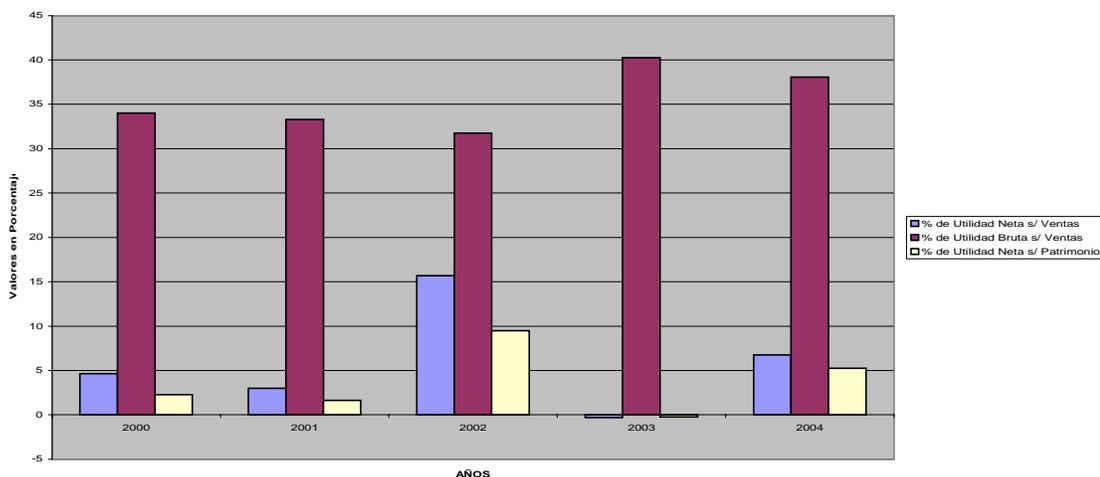
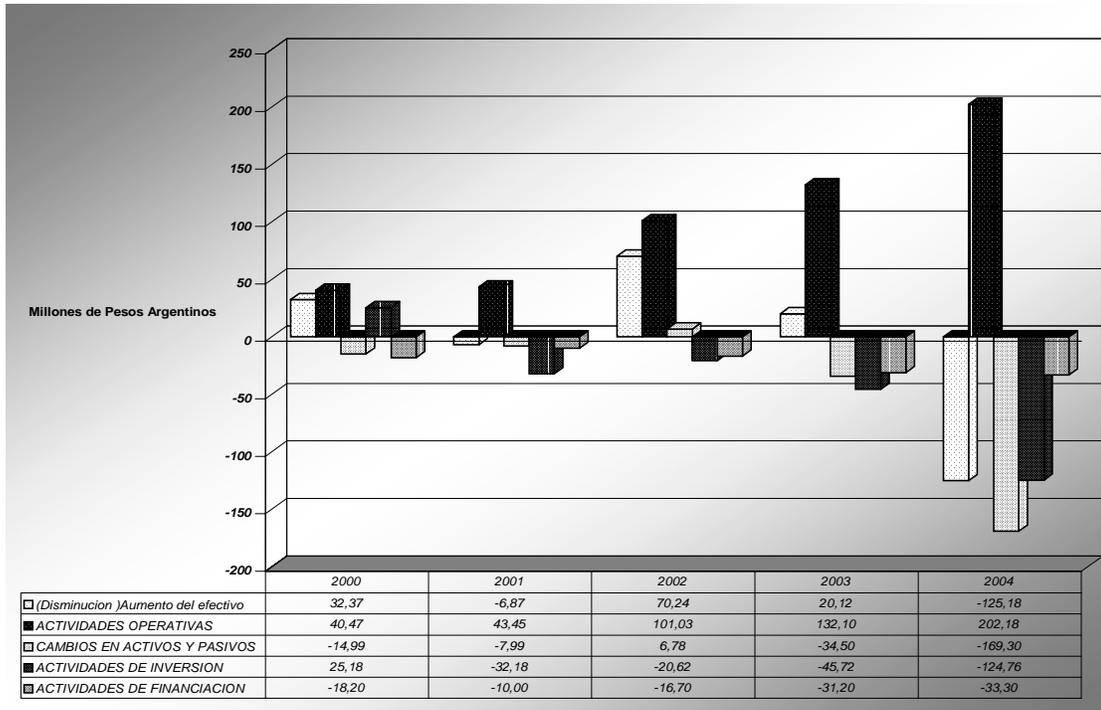


Gráfico 8 Ledesma – Índices económicos

### 3.2.2.2. Análisis financiero

Como podemos observar en el gráfico 9, la Empresa inicia su posición financiera razonablemente en el año 2000, período de la pre-crisis. Luego del año 2002, cuando se produjo el default de la deuda Argentina, las actividades operativas generaron los fondos suficientes para sostenerse y seguir creciendo en las ventas. Asimismo continuó con su política de inversiones (principalmente en el 2004), sin necesidad de endeudarse en niveles comprometedores, dada su buena posición financiera.

(9) Reseña Informativa a los Estados Contables de Ledesma S.A. al 31/05/2005.



**Gráfico 9** Ledesma – Fuentes y Usos de Fondos

El índice de liquidez, si bien disminuyó si lo comparamos con los años 2000 y 2001, se estacionó en niveles aceptables de 3.43, como así lo indican el índice de prueba ácida y el de liquidez total (ver gráfico 10).

Los días en la calle de las cuentas a cobrar mejoraron notablemente, porque en el año 2000 la antigüedad de los créditos estaba en 64 días, los cuales se fueron bajando hasta estabilizarse en 30 días en el año 2004, a pesar del salto de ventas que experimentó la empresa en el año 2003, lo que denota la notable capacidad de recupero de las ventas a crédito. Asimismo el Índice de Ventas / créditos, refleja la aceleración de las ventas, tal como lo reflejan los guarismos del año 2003 y 2004 en 14.5 y 11.9 respectivamente.

Por otro lado, se observa una adecuada política de inversión en Bienes de Uso, porque el índice Ventas / bienes Uso, refleja un crecimiento cada año (del 0.92 al 1.19 en el 2004) indicando la productividad de dicha inmovilización. A su vez el índice de inmovilización de activo está estabilizado en un valor de 0.55, razonable para la actividad (ver gráfico 11).

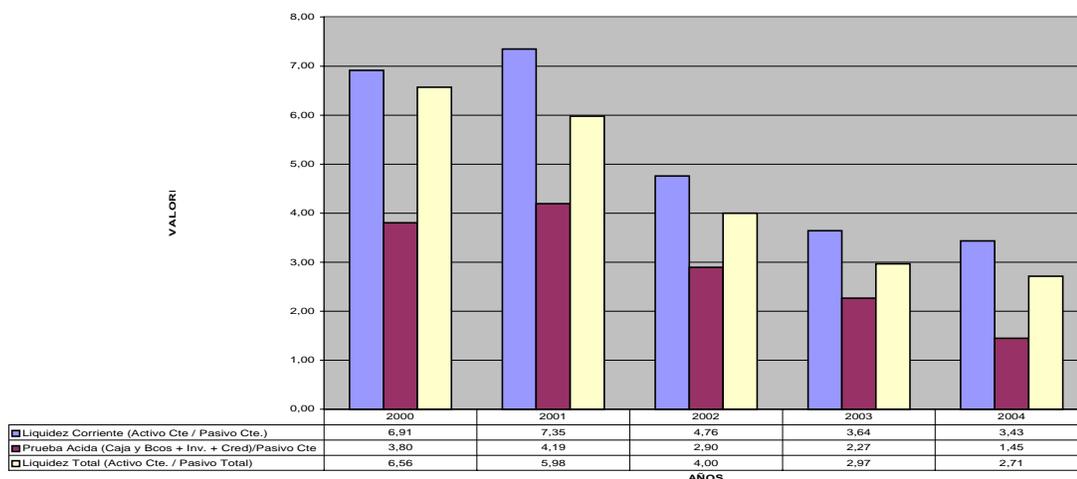


Gráfico 10 Ledesma – Índices de liquidez

Con respecto a la solvencia, el Coeficiente de Endeudamiento refleja una sana política de financiación de las actividades operativas. Dicho índice, si bien disminuyó pasando de 21.5 en el año 2000 a 6.3 en el 2004, es considerado aceptable por tratarse de una empresa industrial, que requiere una alta capacidad de inversión. A su vez, si miramos los índices de autonomía y de Inmovilización de Activos vemos que el Patrimonio Neto está financiando prácticamente la totalidad de los bienes que intervienen en el proceso productivo.

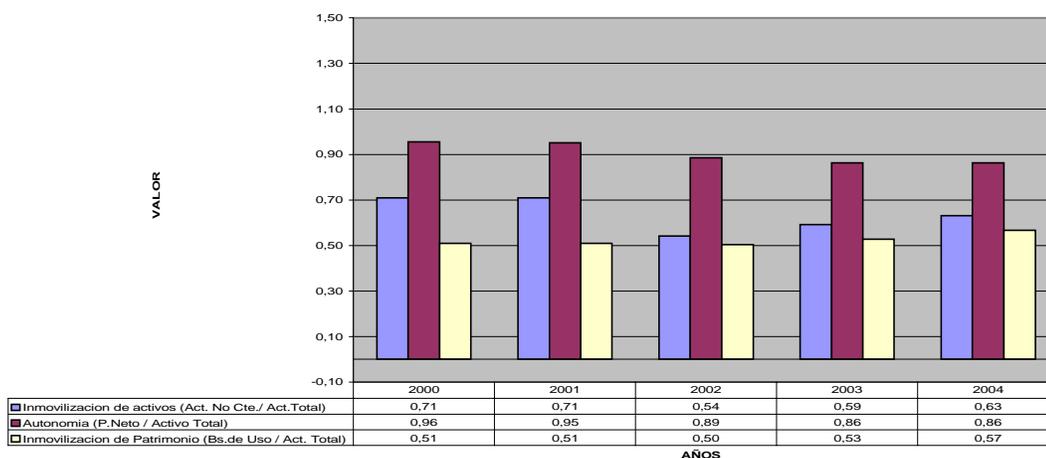


Gráfico 11 Ledesma – Índices Financieros

Por lo tanto, podemos observar que a pesar de la crisis que vivió el país, Ledesma pudo a través de la generación de fondos de su actividad operativa, financiar las inversiones y pagar dividendos sin afectar el nivel de los fondos.

#### 4. ANÁLISIS DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN

Dentro del Sector de la Construcción, primero analizaremos a Juan Minetti S.A. (en adelante "Minetti") y luego Polledo S.A. (en adelante "Polledo").

#### 4.1. JUAN MINETTI S.A.

Actividad principal: fabricación de cemento Pórtland.

##### 4.1.1. Desarrollo de negocios <sup>(10)</sup>

Durante los años 2000 y 2001, la recesión produjo una disminución en los despachos de cemento de la Sociedad, el consumo *per cápita* era de 169 Kg. En el año 2002, año de la maxi devaluación, los despachos disminuyeron un 29% con respecto al año anterior. La Sociedad, frente a este complejo escenario macroeconómico, tomó una serie de medidas tendientes a asegurar la continuidad operativa, tales como la suspensión de las actividades de producción y venta de hormigón armado en Capital Federal y el Gran Buenos Aires.

En el año 2003 se comenzó a ver cierta recuperación, los despachos aumentaron un 29 % en la industria, reflejándose también en Minetti (registró un aumento del 26%), llegando el consumo per cápita a 134 Kg, lejos aún del 201 Kg de 1998. Por último, en el año 2004 la actividad siguió creciendo, registrando una mejora del 25%.

A los efectos de ilustrar la actividad de la Sociedad en este quinquenio, detallamos un cuadro con volúmenes de despacho de cemento, según el siguiente detalle:

DESPACHOS DE CEMENTO (EN TN)		
AÑO	INDUSTRIA CEMENTO	J. MINETTI
2000	6160000	2115000
2001	4950000	1827000
2002	3837000	1295000
2003	4960000	1638000
2004	6050000	2058000

Fuente: Memorias a los Estados Contables de Juan Minetti S.A. del 2000 al 2004

Con posterioridad al periodo de nuestro análisis, analizando el negocio del primer semestre del 2005 podemos observar que los despachos registraron un aumento del 24.3%, evidenciando la continuidad de la recuperación en el sector de la construcción.

Además las perspectivas futuras están directamente vinculadas a la factibilidad de que el gobierno implemente planes de acción (proyectos públicos y privados) que mantengan la tendencia positiva de crecimiento en la economía.

---

<sup>(10)</sup> Memorias a los Estados Contables de Juan Minetti S.A. comprendido entre los años 2000 y 2004

## 4.1.2. Evolución económica y financiera

### 4.1.2.1. Análisis económico

Con respecto a la situación económica las ventas crecieron paulatinamente, desde el año 2001 en adelante (ver gráfico 12). Asimismo, también la contribución marginal creció año tras año, como lo refleja índice Utilidad Bruto / ventas (ver gráfico 13).

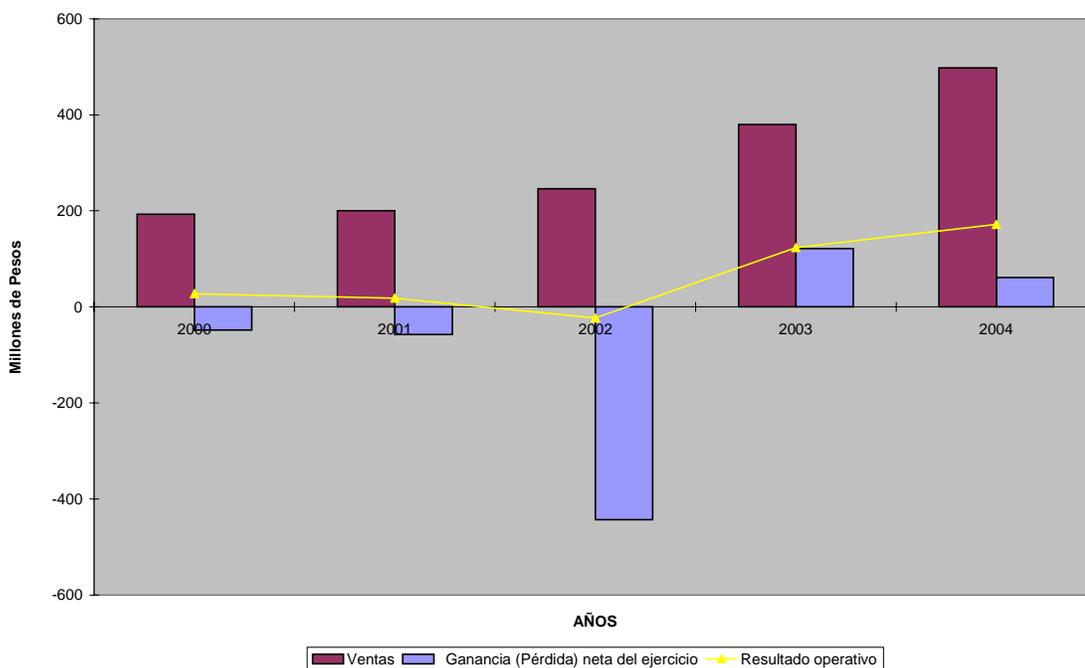


Gráfico 12 Minetti – Resultados de las operaciones

El Resultado Operativo de los años 2000 y 2001 reflejaron una actividad rentable, pero es en la faz no operativa donde impacta negativamente en el negocio.

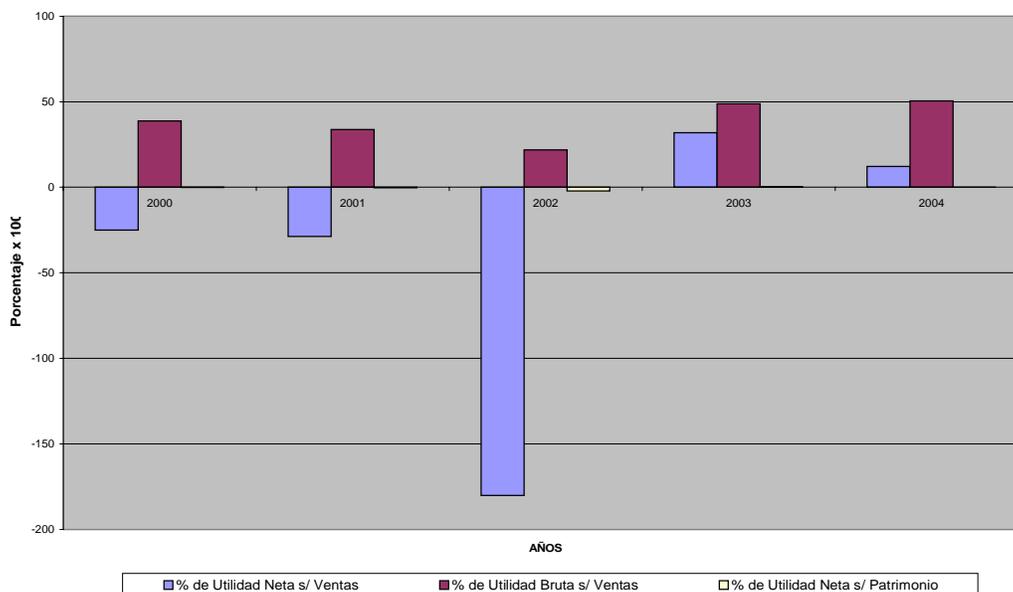
Los gastos de reestructuración son significativos en ambos ejercicios: \$15MM y \$19MM respectivamente. A su vez, en el año 2000 el Resultado por Inversiones Permanentes afecta en \$ 18MM (fundamentalmente por los resultados de Transmix, Corceacruz y Canteras Malagueño). El resultado financiero generado por pasivos incidió desfavorablemente en ambos años. El mismo está conformado por Intereses y Gastos Bancarios y Financieros representando \$ 44MM en el 2000, y \$ 50MM en el 2001.

También debemos destacar el impacto de \$ 8MM de Otros Egresos en el año 2001, conformado principalmente por donaciones \$1.2MM, unificación plantas Yocsina-Malagueño \$ 2.3MM, arrendamientos equipos \$ 1.33MM. Por lo tanto, el Resultado neto de la empresa en ambos años 2000 y 2001 fueron pérdidas \$ 48MM y \$ 57MM respectivamente.

En el año 2002, la devaluación incidió sobre los Gastos Administrativos y de Comercialización transformando el resultado operativo en pérdida, a pesar de la contribución marginal, reflejándose también \$96.03MM en su cargo a resultados.

El resultado a favor de la diferencia de cambio \$129.65MM por posiciones pasivas fue decisivo para el resultado neto del año 2003, generado por la reevaluación del peso con respecto al dólar, como así también el Impuesto a las ganancias de \$88.14MM. El resultado del ejercicio positivo en \$121MM revirtió las situaciones de pérdidas de los últimos tres años, afectado por la incidencia de las devaluaciones y la carga de intereses financieros.

En el año 2004 el Resultado del Ejercicio arrojó ganancia \$61MM, fundamentalmente por el resultado de sus operaciones, y como podemos observar en el gráfico 13 hubo una evolución favorable año tras año del índice de Utilidad Bruta ventas.



**Gráfico 13** Minetti – Índices Económicos

El índice de la Utilidad Neta / Ventas no puede medirse en los tres primeros años, porque el resultado es negativo, pero a partir del 2003 la reactivación permitió mostrar un adecuado índice (9.45 % en el 2003 y 12.25% en el 2004).

El índice de Utilidad Neta / Patrimonio Neto, en los años que existen utilidades (2003 y 2004) nos indica que existe una buena retribución a los accionistas de 15.5% y 7.4% respectivamente.

#### 4.1.2.2. Análisis financiero

El índice de liquidez se mantuvo en un nivel razonable (ver gráfico 14), pero el mayor deterioro lo sufrió en el año 2004, porque se incrementó en las Deudas Financieras de corto plazo.

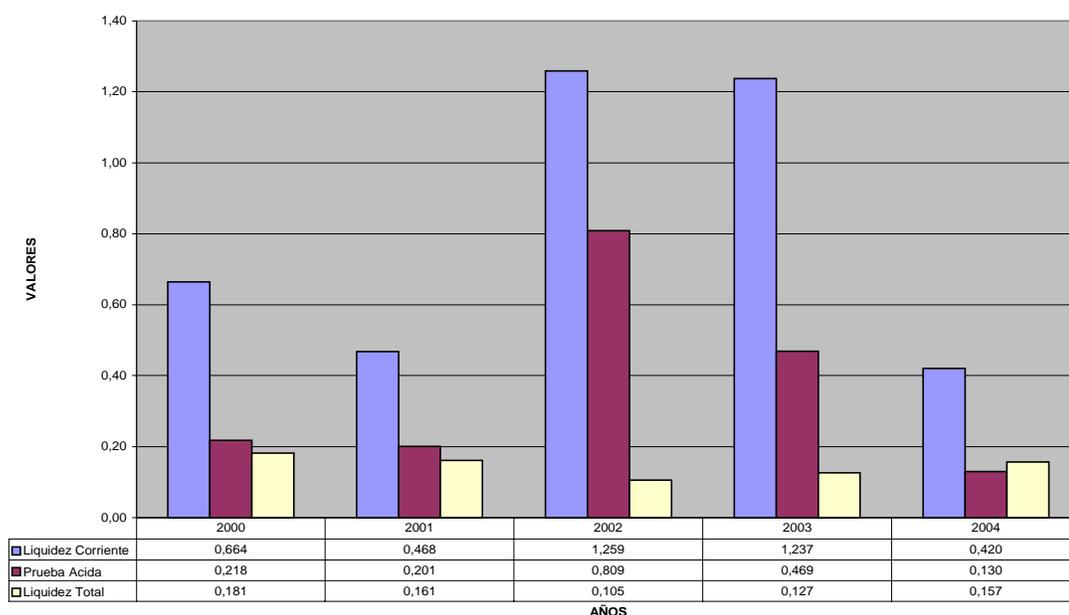


Gráfico 14 Minetti – Índices de liquidez

A su vez la situación financiera se vio mejorada con la paulatina disminución de los días en la calle de los Créditos por Ventas, pasando de 50 días en el año 2000 a 15 días en el año 2004. Este índice se encuentra reforzado por el indicador de Ventas / Créditos que refleja la velocidad de cobro de las ventas efectuadas, ya que en los cinco años de nuestro análisis pasó de un 7.3 a 25.02 en el 2004.

Las inversiones en Bienes de Uso se encontraron justificadas porque a excepción del año 2003 (0.18) el coeficiente Ventas / bienes Uso estuvo en un 0.3 por cada peso invertido, incrementando a 0.42 en el año 2004.

La relación Pasivo No Corriente / Bienes Uso, si bien era relativamente alta (alrededor de un 52%), en el año 2004 bajó a un 29% mejorando la financiación de los Bienes productivos con capital propio, dando una mayor autonomía a la empresa. Dicha situación es confirmada, como lo suele citar Rosenvaig<sup>(11)</sup>, según gráfico 15, por el Coeficiente de Endeudamiento porque mejoró ostensiblemente, ya que pasó de un 0.81 en el año 2000 a 1.51 en el 2004.

<sup>(11)</sup>“Análisis y Control Financiero”, Editorial Tesis, 1ra Edición, Bs. As., Cap. II

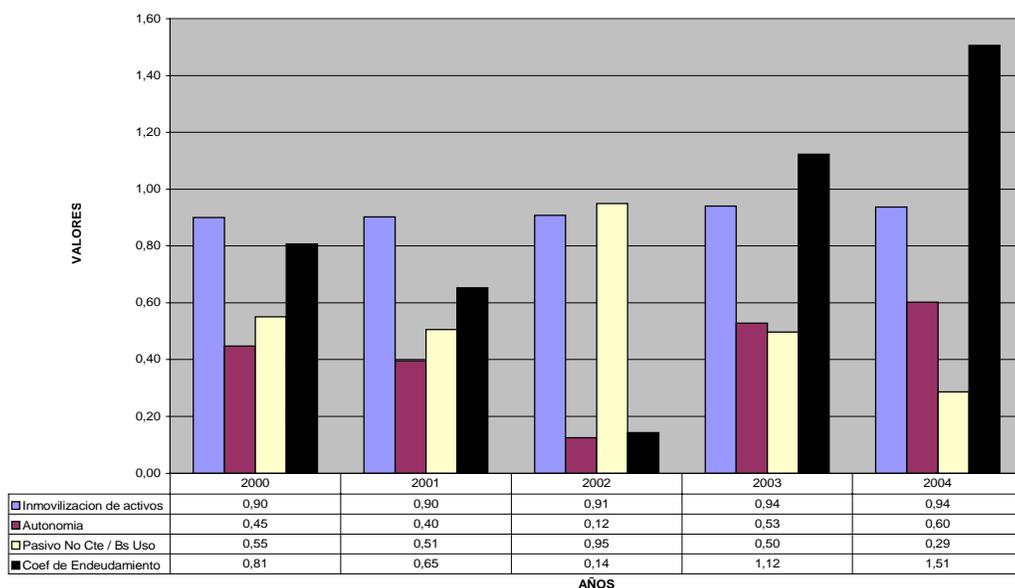


Gráfico 15 Minetti – Índices Financieros

No obstante debemos destacar que dicha mejora se produjo a partir del año 2003. Desde dicho año, según se observa en el gráfico 16, las actividades operativas generaron los fondos suficientes, conjuntamente con un importante aumento de capital \$330MM aproximadamente para sostener las inversiones y cancelar deuda financiera por \$540MM.

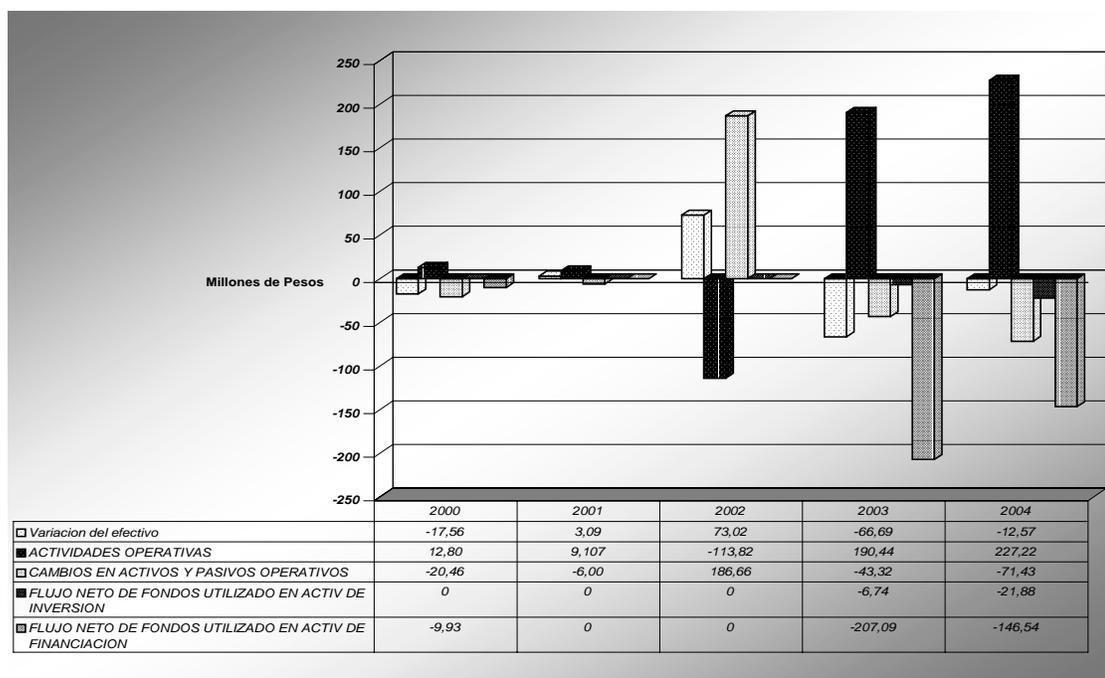


Gráfico 16 Minetti – Fuentes y Usos de Fondos

La empresa en el año 1999, había efectuado una reestructuración de deuda con sus acreedores. "Con la Corporación Financiera Internacional suscribió un acuerdo de inversión por USD100MM (dos líneas A y B) y otra de USD14MM (línea C)" <sup>(12)</sup>.

Luego de la crisis del 2001, la empresa con fecha noviembre 2002 llega a un nuevo acuerdo con los acreedores financieros, el cual contempla a acreedores locales y del exterior. Dicho "Term Sheet" prevé "un apoyo del accionista CEMASCO BV a través de un nuevo préstamo subordinado de hasta USD150MM, los que fueron aplicados de la siguiente manera:

- USD30MM al repago de préstamos con bancos locales.
- USD13MM pago de intereses devengados al 30 de septiembre de 2002.
- USD40MM a la cancelación de préstamos mediante el procedimiento de Subasta de Deuda.
- El saldo del nuevo préstamo fue utilizado a cancelar parcial y proporcional del pasivo financiero a corto y largo plazo.
- La deuda financiera remanente es reestructurada en dos tramos: 1er tramo en dos cuotas (12/2005 y 6/2006) a una tasa LIBO a seis meses más 100 puntos básicos; y el 2do tramo en cuotas semestrales a partir de 12/2005 hasta 6/2011, siendo la tasa la misma que el 1er tramo" <sup>(13)</sup>.

También debemos destacar que en el año 2002, se incorporaron al patrimonio de Minetti los Bienes de CORCEMAR, producto de su fusión, reflejándose un incremento de los Bienes de Uso por un revalúo técnico con su contrapartida en el Patrimonio Neto a través de la cuenta Reserva por revalúo técnico.

En el año 2003, se produjo un aporte de capital de los accionistas de \$333MM el cual se aplicó a la cancelación de deudas bancarias y financieras en el marco de reestructuración de deudas, encarado por Minetti. <sup>(14)</sup>

A su vez en el año 2004, la empresa "procedió a cancelar por adelantado en forma total y definitiva los montos adeudados a los acreedores bancarios y financieros que oportunamente suscribieron los contratos de reestructuración financiera el 4 de febrero de 2002. Asimismo la empresa obtuvo préstamos en pesos, por \$120MM de acuerdo con el nivel de endeudamiento usuales en el mercado local para este tipo de operatoria" <sup>(15)</sup>.

## **4.2. POLLEDO S.A.I.C.y F.**

Actividad principal: Prestación de servicios diversos y Construcción de Obras.

### **4.2.1. Desarrollo de negocios**

La empresa ha venido desarrollando diversas actividades en concesiones de Obras Públicas a través de participaciones, de acuerdo al siguiente detalle:

- Posee el 31.82% en Covimet SA, una sociedad concesionaria de obra pública que tiene por objeto la construcción, conservación y explotación de la Autopista 9 de julio- Tramo Norte.

---

<sup>(12)</sup> Nota a los Estados Contables de Juan Minetti correspondiente al 31/12/2000.

<sup>(13)</sup> Nota a los Estados Contables de Juan Minetti correspondiente al 31/12/2002.

<sup>(14)</sup> Nota a los Estados Contables de Juan Minetti correspondiente al 31/12/2003.

<sup>(15)</sup> Nota a los Estados Contables de Juan Minetti correspondiente al 31/12/2004.

- Tiene el 31.78% en Coviare S.A., sociedad concesionaria de obra pública constituida a los efectos de la ejecución, mantenimiento, reparación y conservación de las obras, de la Autopista La Plata-Buenos Aires.
- En Lismore Internacional S.A. posee el 31.8%, sociedad de inversión.
- En Eriday Unión transitoria de Empresas, la sociedad tiene una participación del 6.08%, cuyo objeto es dar cumplimiento al contrato celebrado con la Entidad Binacional Yaciretá, para la construcción de las obras civiles principales del Proyecto Yaciretá.
- En Catastros y Relevamientos S.A. posee el 97.92%, y junto con dicha sociedad son miembros de Catastros y Relevamientos SA UTE, para cumplir el contrato cuyo objeto es la realización de tareas de relevamiento y catastro en el ámbito de la ciudad de Buenos Aires.
- Posee una participación directa e indirecta (81.67%) con Comsa, sociedad beneficiaria del régimen de Desarrollo Económico, para la provincia de Catamarca.
- Polledo Do Brasil, posee una participación del 99%, cuyo objeto es la ejecución de obras, prestación de servicios, y explotación de servicios públicos.
- Benito Roggio e Hijos SA y Otros UTE: la sociedad tiene una participación del 15.42%.

## 4.2.2. Evolución económica y financiera

### 4.2.2.1. Análisis económico

Dada la particularidad de su actividad, las Ventas evolucionaron favorablemente desde el año 2000 hasta el 2002 (ver gráfico 17). A partir de allí fueron cayendo en el 2003 y en el año 2004, donde prácticamente no tuvo actividad. Asimismo la contribución marginal también disminuyó a través de los años.

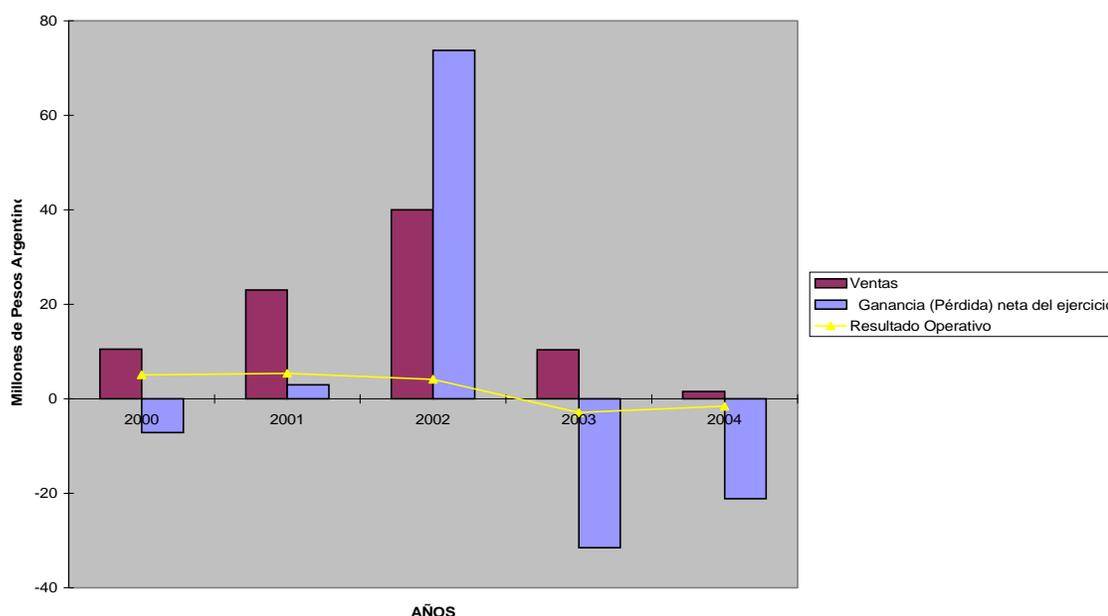


Gráfico 17 Polledo – Resultado de las operaciones

En el año 2000 la contribución marginal no pudo absorber el efecto del resultado negativo de las Inversiones permanentes de \$ 9.21MM y los resultados financieros y por tenencias, negativos, generados por activos por \$3.62MM.

En el año 2001, solamente hay que destacar la mayor incidencia de los gastos de Comercialización.

En el año de la devaluación (2002), el aumento de los costos se vio reflejado en la incidencia de los Gastos Administrativos y de Comercialización (estos últimos crecieron significativamente, con respecto al año anterior); pero el mayor efecto económico lo produce el resultado positivo de las Inversiones Permanentes en \$56MM, seguido de \$7MM de resultado financieros y tenencia generados por activos.

Durante el 2003 podemos observar que la contribución marginal del negocio no fue suficiente para absorber los gastos administrativos y de comercialización, generando un quebranto aproximado de \$3MM. Además, los resultados por tenencia (\$22MM) y resultados financieros y por tenencia generado por activos (\$ 4MM) impactaron negativamente.

En el año 2004 no se realizaron prácticamente servicios, por lo tanto los gastos administrativos (\$1.89MM) afectaron negativamente el resultado operativo. A su vez la mayor incidencia negativa la produjo el resultado de inversiones en Partes relacionadas por \$16.97MM.

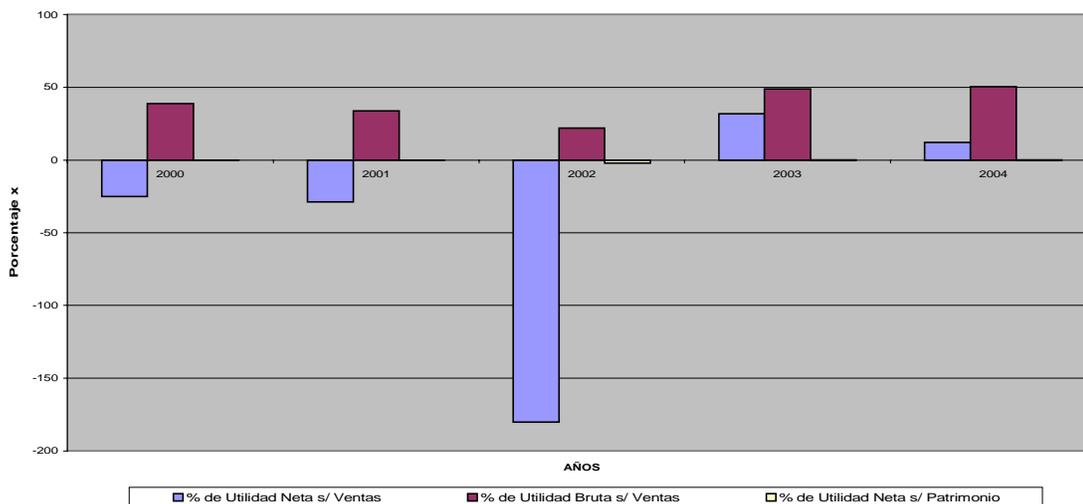
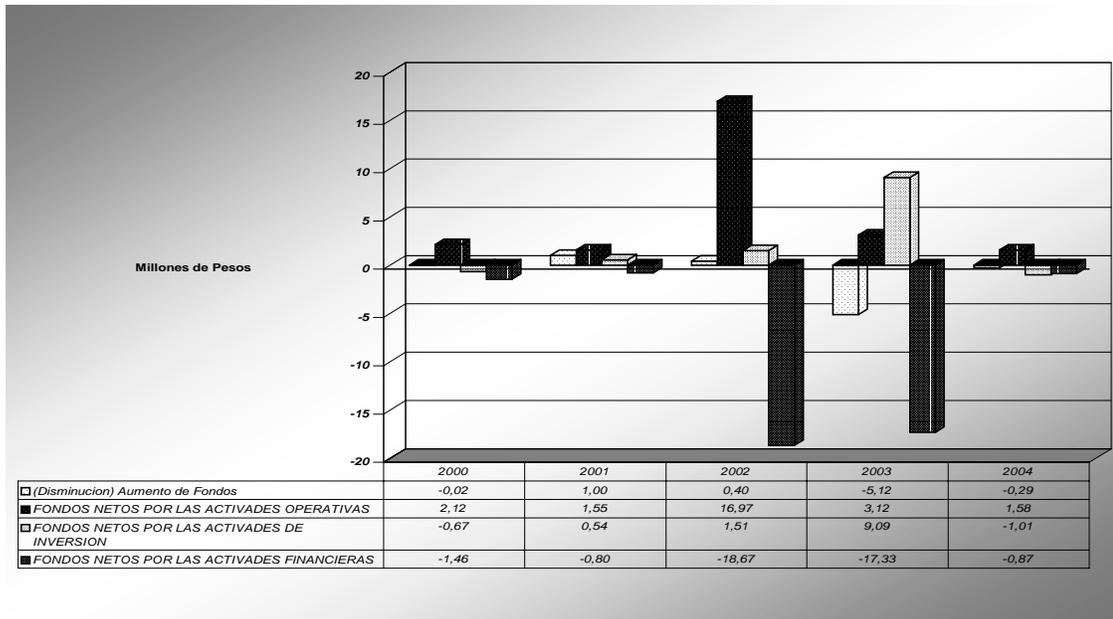


Gráfico 18 Polledo – Índices económicos

#### 4.2.2.2. Análisis financiero

En la situación financiera en el año 2000 podemos mencionar que las actividades operativas generaron un superávit de \$2MM, pero las actividades de inversión (Aporte en Sociedades Relacionadas \$1.07MM) y las actividades de financiación (se disminuyeron los Préstamos a Largo Plazo en \$ .78MM) utilizaron la totalidad de los ingresos (ver gráfico 19).

En el año 2001 se generaron fondos por \$ 1MM, por las actividades operativas de la empresa. Por lo tanto las actividades de inversión fueron prácticamente financiadas por las actividades de financiación.



**Gráfico 19** Polledo – Fuentes y Usos de Fondos

En el año 2002 los fondos generados (\$16MM) por las actividades operativas fueron utilizados totalmente por las actividades financieras (disminución de Préstamos a Largo Plazo \$10MM y aumento de Otros Créditos \$12MM) y la venta de Sociedades relacionadas \$2.77MM.

El año 2003 se caracterizó por la utilización de fondos por \$ 5.12MM, el cual se compone de la siguiente manera: la actividad operativa de la empresa generó fondos por \$3MM, y las actividades de inversión produjeron \$11MM por la venta de Sociedades Relacionadas. Sin embargo, los cambios en los activos y pasivos operativos, utilizaron fondos por \$11MM (disminución de pasivos \$17MM y de Otros Créditos \$6MM). Con respecto a la financiación utilizaron fondos por \$6MM a raíz de la disminución de Préstamos a largo plazo.

En el 2004 las actividades operativas generaron fondos por \$1.58MM. Por otro lado las operaciones de inversión utilizaron fondos por \$ 1.00MM de la siguiente manera: adquisición de Bines de Uso (\$ 1.19MM), en Inversiones No Corrientes \$ 0.90MM y venta de Otras Inversiones No Corrientes \$ 1.20MM.

Las actividades financieras utilizaron fondos por \$ 0.90MM, según lo siguiente: financiación con aumento de Otros pasivos \$ 1.96MM, cancelación deuda financiera por (\$ 3.28MM) y financiación con disminución de Otros Créditos \$0.33MM.

Como podemos observar en el gráfico 20, los índices de liquidez corriente y total, y la prueba ácida confirman los mejoramientos de dichos indicadores en el 2002 y el deterioro posterior.

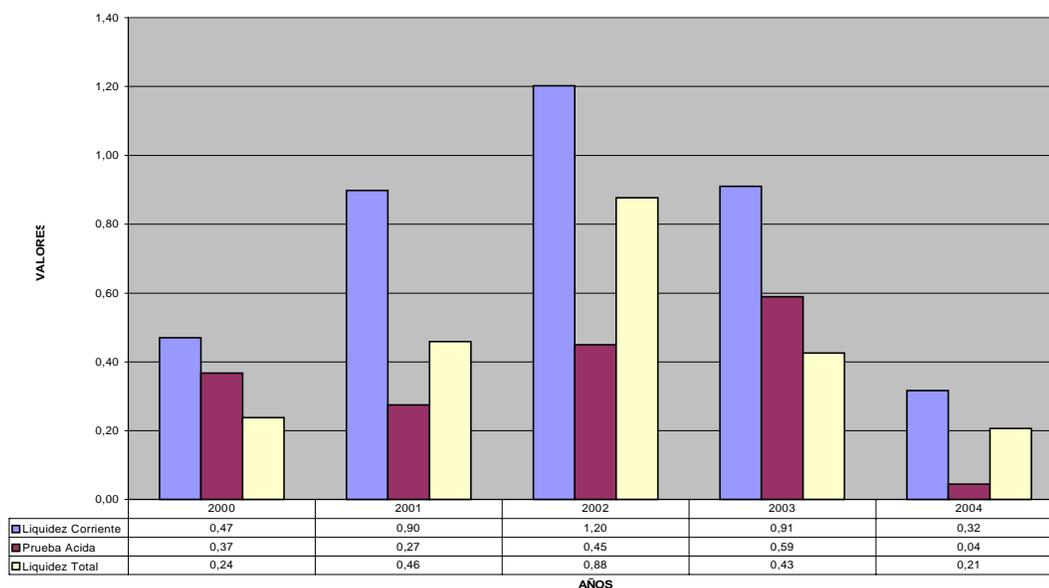


Gráfico 20 Polledo – Índices de Liquidez

## 5. ANÁLISIS DEL SECTOR BANCARIO

Dentro del Sector bancario analizaremos el Grupo Financiero Galicia S.A. (en adelante “Grupo Galicia”), cuya principal inversión es el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. (“Banco Galicia”) y el BBVA Banco Francés S.A. (en adelante “Banco Francés”), por ser los bancos de mayor negociación en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Para analizar la participación de ambas empresas dentro del Sector Bancario Privado podemos brindar la siguiente información comparativa a diciembre de 2002, 2003 y 2004:

Operaciones	Dic-2002			Dic-2003			Dic-2004		
	Total Entidades Privadas	Banco Galicia	Banco Francés	Total Entidades Privadas	Banco Galicia	Banco Francés	Total Entidades Privadas	Banco Galicia	Banco Francés
Cantidad de cuentas corrientes Individuos	1.823.665	106.583	198.534	1.505.361	104.328	205.553	1.787.880	121.547	217.152
Cantidad de cuentas corrientes Empresas	307.733	20.376	30.371	284.411	19.761	30.919	307.175	21.121	33.094
Cantidad de cuentas de ahorro Individuos	8.109.689	687.220	1.294.970	6.313.442	576.611	1.025.333	6.451.036	562.078	948.358
Cantidad de cuentas especiales de Empresas	72.270	10.843	6.583	78.800	10.639	9.625	84.926	10.923	12.340
Cantidad de operaciones a plazo fijo Individuos	911.728	37.532	543.225	483.540	58.753	79.663	494.073	58.625	86.080
Cantidad de operaciones a plazo fijo Empresas	21.409	1.503	7.458	17.858	1.742	2.616	21.839	2.198	2.703
Cantidad de operaciones por préstamos Individuos	4.485.201	563.083	333.428	4.834.010	540.034	298.507	5.431.279	763.562	327.463

<b>Cantidad de operaciones por préstamos Empresas</b>	229.169	17.357	14.065	232.978	28.091	12.969	338.364	42.133	30.054
<b>Dotación de personal</b>	60.318	4.057	3.934	40.928	3.831	3.548	43.433	3.946	3.333
<b>Cantidad de Cuentas por tarjetas de crédito</b>	4.244.223	388.307	530.683	3.336.349	403.631	461.170	4.020.585	527.357	461.117
<b>Cantidad de tarjetas de crédito (plásticos)</b>	6.324.082	480.870	580.197	5.218.246	505.474	507.687	5.896.771	731.682	555.864
<b>Cantidad de cuentas con tarjetas de débito</b>	10.034.874	768.627	2.122.228	7.943.245	668.680	1.354.263	8.862.027	711.372	1.102.864
<b>Cantidad de tarjetas de débito</b>	8.256.177	890.788	1.412.377	8.147.747	792.374	1.346.702	8.652.998	815.006	1.112.060

Fuente: BCRA.

Junto a la favorable situación de la economía argentina durante los dos últimos años, los bancos sujetos a nuestro análisis han mostrado un permanente crecimiento en su actividad, y una significativa mejora en su evolución patrimonial y financiera, permitiéndoles su recuperación desde la crisis ocurrida en el sistema financiero comenzada a fines de 2001.

La economía argentina continuó con el crecimiento de actividad iniciado a lo largo del 2003 presentándose importantes avances para superar las consecuencias derivadas de la crisis económica que afectó al país a fines del 2001. En este contexto, el sistema financiero paulatinamente consolidó su liquidez, mostrando un significativo incremento en el nivel de los depósitos, al mismo momento que los préstamos comenzaron a mostrar crecimiento, siendo bastante significativo en lo que va del año 2005.

La evolución favorable se dio a la superación de la mayor parte de los descalses generados en la crisis financiera, como ser la cancelación de los CEDROS, el acuerdo con el Gobierno en las compensaciones por la pesificación asimétrica y la forma de cancelar los redescuentos (inclusive con cancelaciones anticipadas), la detención de la salida masiva de depósitos por amparos; y fundamentalmente el recupero de los bancos de la función de intermediarios financieros.

Pero no podemos dejar de mencionar la reducción del número de entidades que se originó principalmente por la concentración de la presencia de entidades financieras. Así se redujo en 15 entidades la cantidad de bancos de capital extranjero, que en su mayoría, se fueron a manos de entidades de capital nacional ya existentes.

Actualmente "el sistema cuenta con sólo 92 entidades y 3.860 sucursales, de las 113 entidades y 4.291 sucursales de fines de 2000.

Es decir, se siguen profundizando ciertas ineficiencias como ser la desregionalización de la banca, la disminución de la cantidad de entidades y sucursales en el interior de país, y el escaso acceso de las PyME al crédito bancario, entre otros."<sup>(16)</sup>

#### **5.1. GRUPO FINANCIERO GALICIA S.A.**

Actividad principal: Financiera y de Inversión, principalmente en banco comercial privado local.

<sup>(16)</sup> "Banking – Newsletter de Novedades Financieras – Agosto, 2005 – Número 13, Deloitte & Touche Corporate Finance S.A.

### 5.1.1. Desarrollo de negocios

Este grupo financiero tiene como estrategia "establecerse como una empresa líder en la prestación integral de servicios financieros y simultáneamente continuar consolidando la posición de Banco Galicia, como una de las empresas líderes en la Argentina, complementando las operaciones y negocios de éste a través de participaciones en sociedades y emprendimiento, existentes o a crearse, con objetivos vinculados a la actividad financiera como se la entiende en la economía moderna."<sup>(17)</sup>

Participa en otras sociedades, como:

- Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.
- Net Investment: empresa holding cuya actividad principal es la de invertir y desarrollar negocios de tecnología y comunicaciones, Internet, conectividad y contenido, con el objetivo de crear valor para sus accionistas.
- Sudamericana Holding S.A.: sociedad holding de compañías de seguro de vida, retiro y patrimoniales.
- Galicia Warrants S.A.

Los activos y pasivos de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. y sus subsidiarias representan el 99,21% y 98,86% del total de los activos y pasivos consolidados, respectivamente al 31 de diciembre de 2004 del Grupo Galicia.

#### Situación de Banco Galicia y sus subsidiarias<sup>(18)</sup>

Para hacer frente a la crisis de fines de 2001 y comienzos de 2002, que afectó al sistema financiero en general y a Banco de Galicia en particular, en mayo de 2002 se implementó el "plan Galicia de Capitalización y Liquidez" (Plan). Sus principales objetivos fueron: 1) reestablecer en forma inmediata la liquidez mediante el ingreso suficiente de fondos, para permitir el reintegro de una porción importante de depósitos exigibles sin requerir asistencia adicional del BCRA; 2) el cierre ordenado de las unidades en el exterior; 3) redimensionar la estructura acorde al menor nivel de negocios y 4) un incremento en la capitalización dentro del proceso de renegociación de la deuda externa. El Directorio del BCRA aprobó el Plan el 3 de mayo de 2002.

Una vez logrado el fortalecimiento inicial, BGBA se ha estabilizado y recompuso su liquidez, sin requerir nuevas asistencias del BCRA. Además avanzó significativamente en la adecuación de su estructura operativa, acompañada por una estricta política de control de costos.

En lo que respecta a la reestructuración de su deuda externa, BGBA logró refinanciar los pasivos de la Sucursal New York (cerrada en enero de 2003) y de sus subsidiarias Galicia Uruguay y Galicia Cayman (compuestos fundamentalmente por depósitos).

Asimismo con la aprobación del BCRA la mencionada Entidad reestructuró la deuda con Galicia Uruguay que en concepto de capital ascendía a miles U\$S 399.500.

Durante el ejercicio 2004, Banco Galicia cerró un acuerdo que permitió refinanciar deudas de la Casa Matriz y de la Filial Cayman.

---

<sup>(17)</sup> Grupo Financiero Galicia S.A. Reseña Informativa al 31 de diciembre de 2004 y 2003.

<sup>(18)</sup> Grupo Financiero Galicia S.A. Nota 1 a los Estados Contables al 31/12/04.

Como parte de la recuperación lograda por el Banco, se pueden enumerar los siguientes asuntos que implicaron situaciones de riesgo para la actividad de la Entidad, generadas principalmente con medidas adoptadas por el Gobierno Nacional para hacer frente a la crisis de fines de 2001, y que fueron resueltas por el Banco durante el año 2004 y el presente año 2005:

- Reestructuración de la deuda externa de la entidad:

Durante el ejercicio 2004 el Banco concluyó el proceso de reestructuración de su deuda externa. A las refinanciaci3nes de los pasivos de la Filial New York y de las subsidiarias Galicia Uruguay y Galicia Cayman en diciembre de 2003 y julio 2003 respectivamente, en mayo 2004 se logró reestructurar la deuda de la Casa Matriz y de la Sucursal Cayman por un monto de capital original de U\$S 1.320,9 millones que representó el 98,2% del monto total de capital de la deuda sujeta a reestructuraci3n.

Los acuerdos dieron lugar a la emisi3n de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Así pudo adecuar los plazos de los pasivos financieros externos, adaptando los costos esperados de pago y dando mayor previsibilidad al desarrollo futuro de la Entidad y lograr adem3s un mayor capital regulatorio, principalmente por la emisi3n de deuda subordinada.

- Tratamiento de las asistencias extraordinarias otorgadas por BCRA a las entidades financieras.

Con motivos de la crisis sistemática ocurrida a fines del 2001 y con la finalidad de cubrir la disminuci3n de los dep3sitos, la Entidad obtuvo del BCRA asistencias, las que al 30/06/2005 y al 31/12/2004 considerando capital y ajustes, ascienden a \$5.8222.914.- y \$5.690.864.-, respectivamente.

La Entidad adhirió en febrero de 2004 al r3gimen de cancelaci3n de deuda dispuesto por los Decretos N° 739/03 y 1262/03, como así tambi3n al cronograma de amortizaci3n propuesto, cuyo plazo de vencimiento final es de 92 meses, seg3n resulta de la amortizaci3n m3nima definida en las normas y del flujo de los activos elegibles como garant3a de la deuda.

El BCRA ha aprobado un mecanismo por el cual las entidades financieras pueden efectuar anticipos de fondos aplicables a la cancelaci3n de cuotas de capital de los redescuentos recibidos, de acuerdo al cronograma original.

Adicionalmente, existen otras situaciones que, si bien a fines de julio mantienen ciertos aspectos pendientes de resoluci3n final, se han visto avances significativos en beneficio del Banco y algunos de los cuales se estima que tendr3n una resoluci3n definitiva en el corto plazo, los de mayor importancia son:

- Compensaci3n a las entidades financieras

El Decreto N° 214/02 dispuso en su Art. 7 la emisi3n de un bono con cargo a fondos del Tesoro Nacional para compensar el desequilibrio en el sistema financiero que resulta de la aplicaci3n de la devaluaci3n y de la pesificaci3n asimétrica de activos y pasivos.

En junio 2002, el Decreto N° 905/02 (Art. 28 y 29) estableci3 la metodolog3a para el c3lculo del monto de la compensaci3n, otorgando los bonos que se mencionan a continuaci3n con el objeto de resarcir a las entidades de las siguientes consecuencias negativas:

a) las p3rdidas provocadas por la conversi3n a pesos de gran parte de sus obligaciones al tipo de cambio U\$S 1= \$1,40, en cuanto es superior al tipo de cambio para la conversi3n a pesos de algunas de sus acreencias en moneda extranjera de U\$S 1 = \$ 1, ello mediante la entrega de un Bono Compensador, para lo cual se dispuso la emisi3n de los "Bonos del Gobierno Nacional en pesos 2007" (Boden 2007);

b) el descalce de sus posiciones en moneda extranjera luego de la pesificaci3n compulsiva de parte de su cartera activa y pasiva; ello mediante la transformaci3n del Bono Compensador originariamente en pesos, en un

bono en dólares, y además, de ser necesario, mediante la suscripción de Bono de Cobertura en dólares. Se dispuso la emisión de los “Bonos del Gobierno Nacional en dólares estadounidenses Libro 2012” (Boden 2012).

El Banco Galicia determinó originalmente un monto total de compensación de U\$S 2.254MM de valor nominal de Boden 2012, el cual fue observado por el BCRA. Como resultado de ello, el monto final a compensar a la Entidad, incluyendo el bono de cobertura, asciende a U\$S 2.178MM. La diferencia ocasionada por los ajustes reclamados por el BCRA y aceptados por el Banco, fue absorbida mediante la aplicación de las provisiones oportunamente constituidas, y que se mencionan precedentemente.

A principio de agosto continúa pendiente la liquidación final de los Bonos de Compensación y Cobertura solicitados por el Banco y verificados en su determinación por el BCRA, como así también la liquidación final del adelantado para su adquisición y la aceptación de los activos ofrecidos por el Banco en garantía de los mencionados adelantos.

- Depósitos en el sistema financiero – acciones legales de amparo

La sociedad ha ido pagando los amparos resueltos a favor de los ahorristas, que en el último año ha sido menor, pero mantiene un reclamo frente al Gobierno por compensación por pagos efectuados a depositantes.

- Otros reclamos:

Existen reclamos efectuados por el Banco Galicia a las autoridades nacionales y el BCRA referidos a Compensación CER / CVS y reclamos por diferencia de cambio en la cancelación de asistencias financieras durante los feriados cambiarios de enero 2002.

## **5.1.2. Evolución económica y financiera**

### **5.1.2.1. Análisis económico**

Si bien desde el 2000 el Grupo Galicia presenta utilidades negativas, la misma, conforme el gráfico 21 ha sido notoriamente deficitaria en el año 2002 (\$2.751MM antes de impuesto y absorción con diferencia de valuación no realizada), conjuntamente con la crisis financiera del país. Si bien el margen bruto de intermediación fue positivo, los cargos por incobrabilidad casi se triplicaron y apareció el resultado monetario por intermediación financiera de \$1.425MM. También los gastos de administración se triplicaron.

En el 2003 los ingresos financieros volvieron a los valores de 2001, pero los gastos financieros se incrementaron en un 50%, logrando obtener un resultado bruto por intermediación equivalente al 25% de los valores del 2001. Este resultado no es suficiente para sostener el resto de las pérdidas del ejercicio (pérdida final de \$217MM).

En el 2004 se disminuyen los ingresos financieros, pero lo hace en mejor medida los egresos financieros, logrando así un resultado bruto por intermediación financiera un 20% superior al año anterior. La pérdida final del ejercicio es \$109MM.

En el año 2005 se obtuvieron en los dos primeros trimestres resultados positivos, lo que permite vislumbrar un cambio de tendencia de resultados negativos originados desde la devaluación.

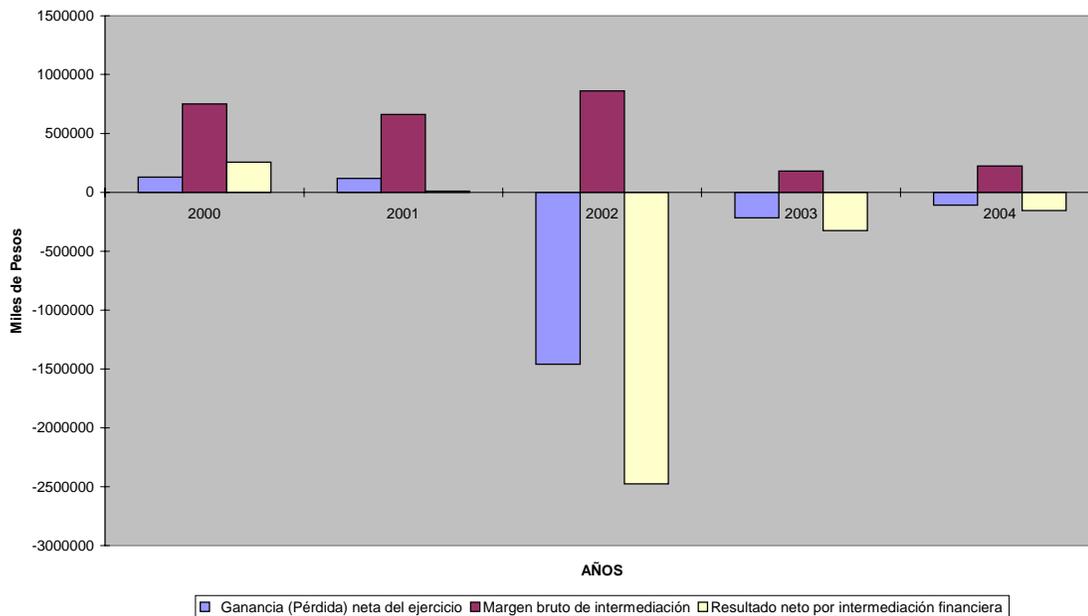


Gráfico 21 Grupo Galicia – Resultado de las operaciones

### 5.1.2.2. Análisis financiero

Como podemos observar en el gráfico 22, en los años 2001 y 2002 el Banco tuvo disminución de fondos, recomponiendo el mismo a partir del 2003, a pesar que haya tenido pérdidas contables.

La causa principal del déficit del 2002 corresponde a los valores negativos generados por las operaciones, causado por una disminución en el 40% de los ingresos financieros y por servicios, los cuales no pudieron ser contrarrestados por el escaso ahorro en los gastos financieros.

En el 2003 se recuperaron los ingresos netos generados por las operaciones, que pudo contrarrestar el mayor incremento de las aplicaciones frente al incremento de los otros orígenes de fondos.

Si bien el 2004 originó menores ingresos operativos que el año anterior, mantuvo la tendencia de tener ingresos netos positivos por no ser contrarrestado por el resto de las erogaciones.

Cabe destacar que en enero de 2004 se resolvió aprobar un aumento de capital social por v/n \$149.000.000 por acciones preferidas mediante la recepción de Obligaciones Negociables Subordinadas de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. con vencimiento 2019, lo que implicó que no hubiera ingreso genuino de fondos.

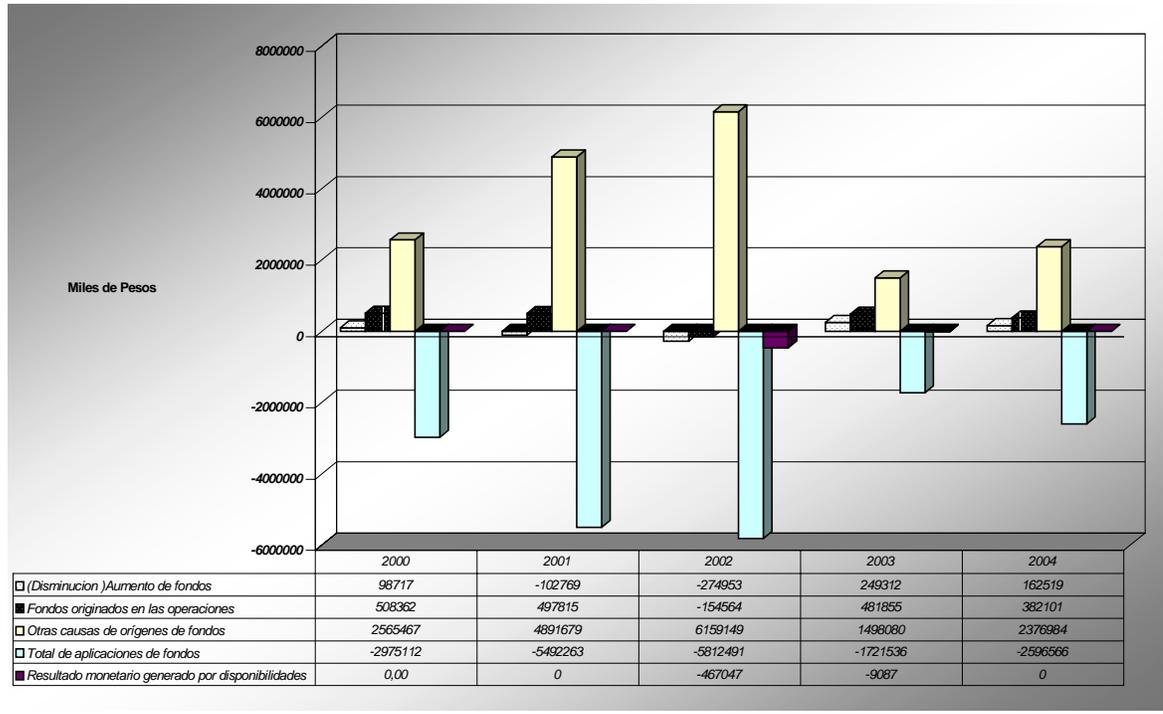


Gráfico 22 Grupo Galicia – Fuente y Usos de Fondos

## 5.2. BBVA BANCO FRANCÉS S.A.

Actividad principal: Operaciones Bancarias en General.

### 5.2.1. Desarrollo de negocios

El banco posee una estrategia de banca universal con énfasis en la especialización y la segmentación de negocios.

A partir de diciembre 1996, "el Banco Francés es parte de la estrategia global del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA), quien controla al banco, directa o indirectamente, con el 75,97% del capital accionario al 31 de diciembre de 2004. BBVA aporta tecnología y apoyo en nuevos productos y ha sustentado al Banco Francés en la crisis del sistema financiero argentino" <sup>(19)</sup>.

El Banco Francés efectúa oferta pública de parte de su capital accionario, y se encuentra registrado ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la Bolsa de Comercio de New York y la Bolsa de Comercio de Madrid.

Al igual que el Banco Galicia debió atravesar toda la crisis financiera ocurrida a fines del 2001, implementando un plan de fortalecimiento de su estructura patrimonial y de liquidez. Para ello presentó un plan al BCRA el 31 de mayo de 2002 para cumplir con la regulación técnica de efectivo mínimo, afectada por la mencionada crisis de liquidez provocada por la caída de los depósitos y por decisiones judiciales adoptadas en relación con los

<sup>(19)</sup> Nota 1 a los Estados Contables Básicos al 2004 del BBVA Banco Francés S.A.

amparos interpuestos por los depositantes y por los cambios normativos relacionados con las regulaciones prudenciales. En julio regularizó su situación de liquidez.

En el 2003 el BCRA solicitó a la Entidad la reformulación del plan de regularización y saneamiento para mejorar ciertos indicadores requeridos por sus normativas. En marzo de 2004 se le notificó que la reformulación ha sido efectuada incluyendo, entre otras, las siguientes acciones <sup>(20)</sup>:

- La venta de la subsidiaria Banco Francés (Cayman) Limited, previo canje de a) Préstamos Garantizados del Gobierno Nacional en pesos en poder de dicho banco, por préstamos del sector privado en dólares estadounidenses pertenecientes a BBVA Banco Francés a valores de mercado; b) Préstamos financieros otorgados a BBVA Banco Francés S.A. entre BBVA S.A. y Banco Francés (Cayman) por importes equivalentes. Finalmente Banco Francés (Cayman) Limited vende Préstamos Garantizados del Gobierno Nacional a BBVA a valores de mercado con el objeto de que ésta abone la compra de la participación a BBVA Banco Francés S.A. mediante la entrega de dichos préstamos.

- La posterior capitalización de BBVA Banco Francés S.A. por parte de BBVA S.A. de un préstamo de USD 77MM y, supletoriamente, el compromiso de suscripción e integración en forma directa o indirecta en efectivo o en especie hasta la suma adicional de USD 40MM.

Durante marzo de 2004 el Banco ha concretado las operaciones de canje de activos y venta de la subsidiaria Banco Francés (Cayman) Limited. Con esta medida y otras relacionadas con recompras de préstamos al sector privado mediante la entrega en canje de BODEN 2012 a valores de mercado, a partir de abril de 2004, la Entidad cumple con las exigencias de Capitales Mínimos y demás relaciones técnicas establecidas por el BCRA. En febrero de 2005 recibió la notificación de haber cumplido el Plan de Regularización y Saneamiento.

Durante el ejercicio 2004, el Banco retomó gradualmente los productos y servicios financieros tradicionales. A la actividad transaccional, que fuera el eje de la gestión en el ejercicio 2002 y 2003, se le sumó el creciente negocio de intermediación financiera.

En el último año, según la carta a los accionistas enviada por el Presidente del Banco Francés<sup>(21)</sup>, el Banco supo mantener y acrecentar su liderazgo en el mercado, respondiendo a los propósitos que se había impuesto: recomponer el negocio de intermediación entre depósitos y préstamos, acompañando la recuperación de los distintos sectores económicos, y lograr consolidar el margen financiero a través de la optimización del costo de fondos, mientras se mantiene el crecimiento del negocio transaccional.

## **5.2.2. Evolución económica y financiera**

### **5.2.2.1. Análisis económico**

Con las medidas adoptadas en los últimos años, la Entidad ha obtenido un importante crecimiento de la cartera crediticia al sector privado al tiempo que le permite también un notable crecimiento en la captación.

Estos crecimientos de volúmenes tanto en depósitos como en préstamos (ver gráficos 23 y 24), junto a una eficaz gestión de precios, permitieron mejorar significativamente el margen bruto de intermediación de la Entidad (ver gráfico 25).

---

<sup>(20)</sup> Idem Nota 19

<sup>(21)</sup> Carta de marzo de 2005 del Presidente del Banco Francés a los accionistas.

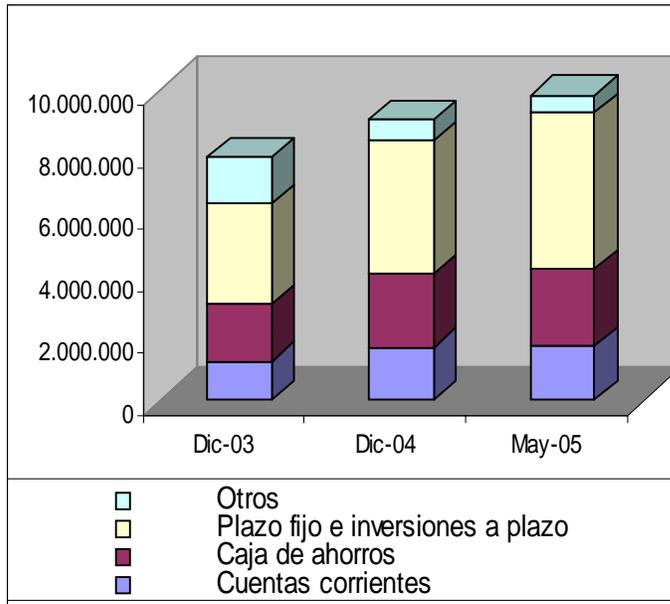


Gráfico 23 Banco Francés – Depósitos en Sector Privado No Financiero

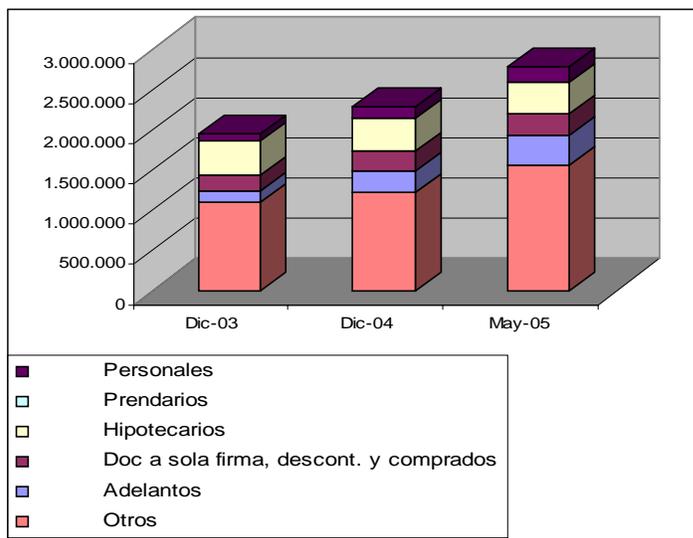
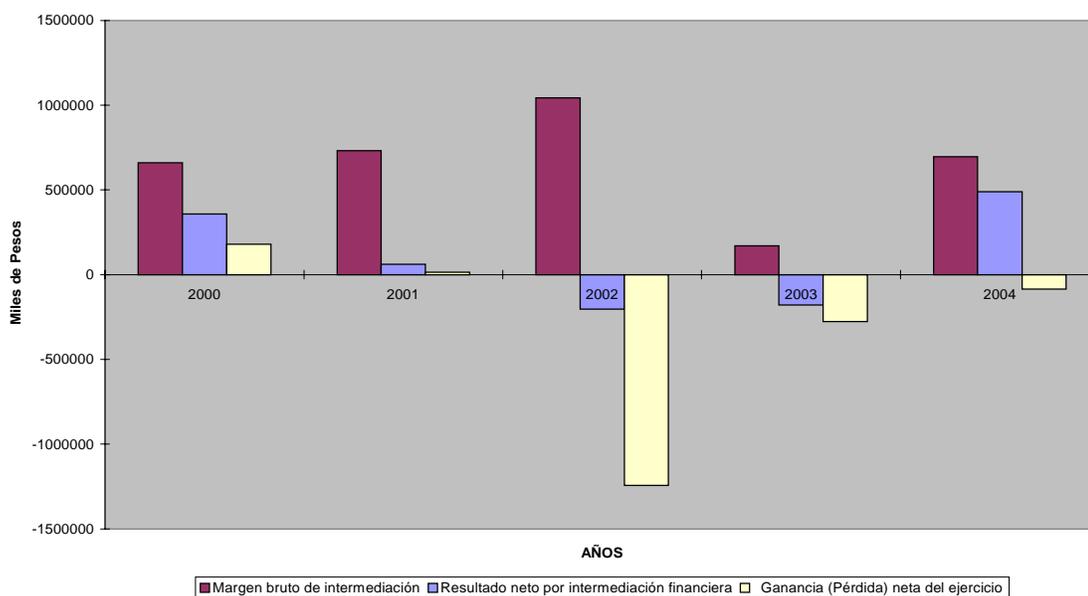


Gráfico 24 Banco Francés – Préstamos al Sector Privado No Financiero

La mejora en los ingresos por servicios y los nuevos productos lanzados, sumados a la reducción de gastos de administración, obtenido del trabajo continuo de la mejora de las estructuras, los procesos y los costos, permitieron mejorar en el 2004 la sanidad de su cartera y otras ratios que miden eficiencia y productividad. Así se ha logrado para el 2004 un margen bruto de intermediación favorable, hecho que no sucedía desde el 2001.



**Gráfico 25** Banco Francés – Resultado de las operaciones

El Banco espera un mejoramiento en los resultados para el año 2005, viendo el Directorio con optimismo el desarrollo de las operaciones futuras, en especial, si el Estado Nacional recompusiese el profundo desfasaje que el cumplimiento de las medidas cautelares por amparos significa, y complete el proceso de las compensaciones al sistema.

#### 5.2.2.2. Análisis financiero

En el gráfico 26, podemos observar que en el año 2002 hay una disminución de caja respecto del mes anterior, generado básicamente por la deficiencia de fondos originadas por las operaciones de la empresa que no pudo ser contrarrestada por un alto origen de fondos. La causa principal de la disminución de fondos se debe al aumento neto de otras obligaciones por intermediación financiera por unos \$2.430MM.

En agosto de 2002 la Sociedad había suscripto nuevas acciones por \$158,497MM de pesos, las cuales en su mayoría fueron ejercidas por el derecho de preferencia. Por este ejercicio se obtuvo aporte en efectivo por \$30,973MM.

A partir del 2003 la Entidad volvió a recuperar fondos por \$588,519MM, debido principalmente a un aumento neto de depósitos y disminución neta de préstamos.

En el año 2004, y a pesar de continuar con pérdidas, se incrementó en menor medida los fondos, gracias a un aporte de capital en efectivo. En abril de 2004 la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas aprobó el aumento de capital de la Entidad por un monto de hasta \$385MM de valor nominal por suscripción de acciones ordinarias.

Con fecha 2/11/2004 el BBVA ha suscripto la cantidad de 65.326.744 Nuevas Acciones, cuya integración en pesos fue de 230.603.406 mediante la capitalización del Préstamo de BBVA por U\$S 77.701.464 con más intereses por U\$S 21.288.

Posteriormente con fecha 19/11/2004, concluyó el proceso de suscripción habiéndose emitido un total de 103.232.874 nuevas acciones, por un importe integrado de \$ 364,412MM lo que arrojó una Prima de Emisión de \$261,179MM. Se han recibido aportes en efectivo por \$133,809MM.

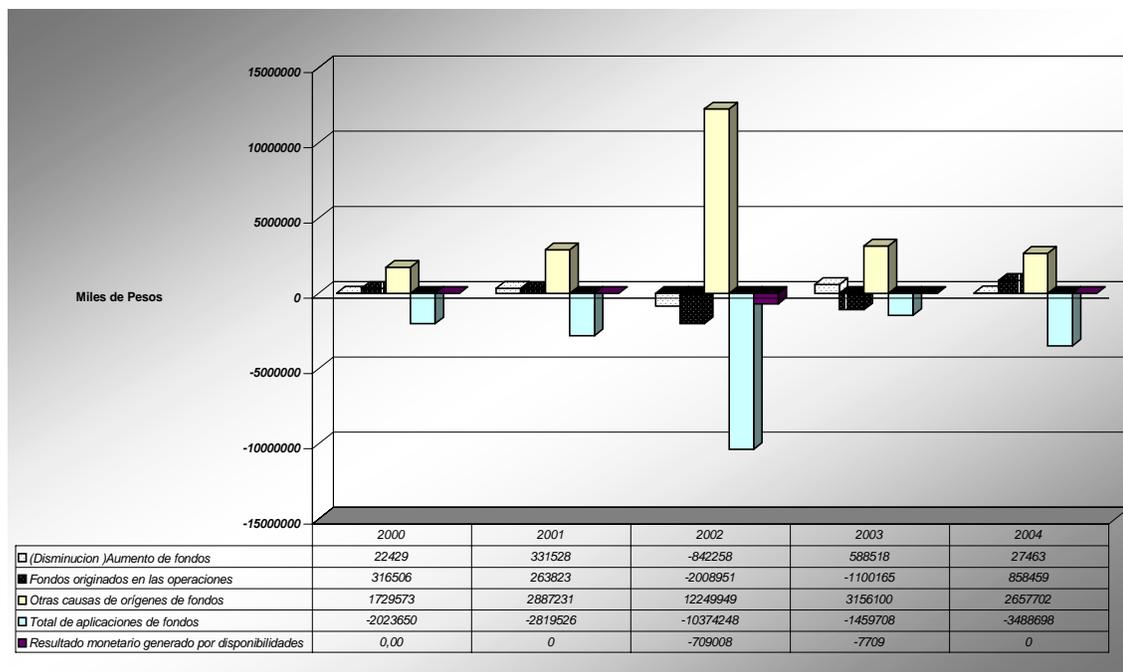


Gráfico 26 Banco Francés – Fuentes y Usos de Fondos

## 6. ANÁLISIS DEL SECTOR TELECOMUNICACIONES

Analizaremos las empresas de mayor volumen en la Bolsa de Comercio relativa a este sector, por un lado Telefónica de Argentina S.A. (en adelante “Telefónica” o “TASA”) y por el otro Telecom Argentina S.A. (en adelante “Telecom”, “Grupo Telecom” o “Telecom Argentina”), principales empresas de prestación de servicios de telefonía básica.

A continuación presentamos informaciones relevantes de los últimos años de ambas empresas en forma comparativa, relativa a los servicios de telefonía básica, personal e Internet por ADSL son:

Período	Servicio telefónico básico					
	Líneas Instaladas			Líneas en servicio		
	Telefónica	Telecom	Total	Telefónica	Telecom	Total
Dic 00	4.455.789	3.723.936	8.461.856	4.122.695	3.839.831	7.894.205
Dic 01	4.555.122	3.800.058	8.676.322	4.321.020	3.891.800	8.131.435
Dic 02	4.561.447	3.802.000	8.691.366	4.182.277	3.590.000	7.708.568
Dic 03	4.570.739	3.800.000	8.701.042	4.169.013	3.656.000	7.745.578
Dic 04	4.615.470	3.803.000	8.749.276	4.328.513	3.790.000	8.035.246
Jun 05	4.660.792	3.821.595	8.814.860	4.421.777	3.853.561	8.184.396

Período	Información adicional			
	Dotación de Personal		Internet ADSL (miles)	
	Telefónica	Telecom	Telefónica	Telecom
Dic 02	8.998	11.115	34	43
Dic 03	8.736	11.425	69	70
Dic 04	8.757	11.280	189	125
Jun 05	8.756	11.334	237	159

Fuente: Elaboración propia en base balances de las empresas e INDEC. <sup>(22)</sup><sup>(23)</sup><sup>(24)</sup>

En lo que respecta al segmento de telefonía móvil en la Argentina, en la cual participa Telecom a través de su subsidiaria Telecom Personal S.A., en los dos últimos años “se ha recuperado el terreno perdido durante la crisis de 2002. La base de clientes se duplicó llegando a casi 16 millones entre fines de diciembre de 2003 y abril de 2005, alcanzando una penetración del orden del 41%, similar a Brasil (40%) y a México (39%) pero aún debajo de Chile (60%).

“El mercado local se reparte entre Movistar, que gracias a la fusión de Movicom y Unifón ya cuenta con 7 millones de clientes; Personal, del grupo italiano TIM y los Wertheim, tiene 5,1 millones y CTI del mexicano América Móvil 4,9 millones. Nextel, por su parte, cuenta con 430 mil clientes.”<sup>(25)</sup>

Standard & Poor’s espera que el segmento móvil continúe siendo el mayor factor de crecimiento y objeto de inversiones de la industria de las telecomunicaciones, seguido en menor medida por la provisión de acceso a Internet de banda ancha, principalmente ADSL” <sup>(26)</sup>. A pesar de que la tasa de crecimiento posiblemente sea menor que los anteriores, aún existe un atractivo potencial de crecimiento de ambos negocios.

También el marco regulatorio de las telecomunicaciones existente en Argentina ha permitido el crecimiento de inversiones en sectores menos regulados como la telefonía móvil o completamente desregulados como el acceso a Internet en perjuicio de la telefonía fija, dado que las tarifas fijas están pesificadas y congeladas desde inicios de 2002. Aún no han ocurrido avances importantes en las renegociaciones de tarifas y aspectos de las licencias de telecomunicaciones. Para la telefonía móvil se encuentra regulado el cargo de acceso móviles, pero los operadores tienen flexibilidad para establecer los precios de los paquetes y de las terminales, logrando así equilibrar en cierto modo la rentabilidad de este negocio.

La gran competencia del mercado móvil trajo aparejada presiones sobre su rentabilidad debido a los mayores costos de comercialización y adquisición de clientes. Esto ha ocurrido con la entrada al mercado de América Móvil durante el 2003 (con la compra de CTI Holdings) y la consolidación del sector, con la fusión de Unifón y Compañía de Radiocomunicaciones Móviles (por la compra de activos de telefonía móvil de BellSouth en la región por parte de Telefónica Móviles, subsidiaria de la española Telefónica). Aún se esperan mayores inversiones y acuerdo de actualización de la red, principalmente bajo la tecnología GSM, e inversión en

<sup>(22)</sup> Datos de Telefónica años 2001 a 2004, según Información de Reseña Informativa a los estados contables al 31/12/04 y de Junio 2005 de la Reseña Informativa a los estados contables al 30/06/05.

<sup>(23)</sup> Información de Reseña Informativa Consolidada a los Estados Contables al 30/06/2005, al 31/12/2004 (información del 2003 al 2004), y al 31/12/2002 (información del 2000 al 2002)

<sup>(24)</sup> Datos Totales surgen del INDEC - Cuadro Sh\_comunicaciones 2 “Líneas instaladas, líneas en servicio y teléfonos públicos del servicio telefónico básico”

<sup>(25)</sup> “El gran fenómeno de la telefonía móvil”, por Josefina Giglio, La Nación, Suplemento Economía & Negocios, 04/09/2005.

terminales. De esta manera se espera que el sector incremente su rentabilidad al alcanzar una mayor madurez y disminuir la feroz competencia entre sus miembros.

#### Régimen tarifario.

El Decreto N° 764/00 de desregulación de los servicios de telecomunicaciones establece que los prestadores podrán fijar libremente las tarifas y/o precios de los servicios brindados, para ciertas categorías objetivas de clientes, pero con aplicación sin carácter discriminatorio. En el caso de no existir competencia efectiva, los prestadores históricos deberían respetar las tarifas máximas establecidas en la Estructura General de Tarifas.

Los acuerdos tarifarios permitían el ajuste entre el 1° de abril y el 1° de octubre de cada año en función a la variación del Índice de Precios al Consumidor de los Estados Unidos de América. Sin embargo, la Ley de Emergencia Pública y de Reforma del Régimen Cambiario N° 25.561, del 06/01/2002, 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. Se autorizó también al Poder Ejecutivo Nacional a renegociar esos contratos.

Por decreto N° 293/2002 se delegó al Ministerio de Economía la renegociación de tales contratos incluyendo los relacionados con la prestación del servicio de telecomunicaciones de telefonía básica.

El 20/05/2004, Telefónica, Telecom y el Estado Nacional suscribieron la "Carta de Entendimiento" por la cual convinieron mantener la Estructura General de Tarifas hasta el 31/12/2004 actualmente vigente para el servicio básico telefónico, comprometiéndose a renegociar el valor antes de esa fecha, lo que nunca ocurrió.

En el caso que si las tarifas futuras no permitan establecer la ecuación económico-financiera que pretenda preservar el Pliego y el Contrato de Transferencia, dicho régimen tarifario podría implicar un impacto adverso sobre la situación patrimonial y resultados futuros de Telefónica, en mayor medida que a Telecom, dado que esta última tiene un área de negocios rentables, como lo es la telefonía celular.

Por otro lado, "Telefónica se mostró confiada en lograr un acuerdo en el conflicto que mantiene con el Gobierno por la renegociación del contrato de servicio, y que incluye una demanda presentada por la empresa ante el CIADI (tribunal arbitral del Banco Mundial)."<sup>(27)</sup>

### **6.1. TELEFÓNICA DE ARGENTINA S.A.**

Actividad principal: Prestación de servicios de Telecomunicaciones.

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 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; y 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

---

<sup>(26)</sup> "La dinámica de la industria de celulares", por Ivana Recalde, Associate, Standard & Poors, Finanzas & Mercados, El Cronista, 04/07/2005.

<sup>(27)</sup> "Acuerdos e inversiones", La Nación, Suplemento Economía & Negocios, 26/08/2005.

sido otorgada por un período de tiempo ilimitado”.<sup>(28)</sup> También presta otros servicios, como de Internet ADSL y Dial-up.

En abril del 2000 se modificó el objeto social a los efectos de permitir la comercialización de equipamiento, infraestructura y bienes relacionados a las telecomunicaciones, como así también la prestación de toda clase de servicios, incluidos los de consultoría y administración contable, de recursos humanos e impositiva.

La composición accionaria al 31-12-04 era:

<b>Accionista</b>	<b>Valor nominal</b>	<b>Título</b>
Cointel	1.091.847.170	Acciones A (62,53%)
Cointel	40.200.000	ADSs B (2,30%)
Telefónica Internacional S.A. (“TISA”)	10.898.737	Acciones B (6,35%)
Telefónica Internacional S.A.	452.260.730	ADSs B (25,9%)
Telefónica Internacional Holding BV	16.542.991	Acciones B (0,95%)
Minoritarios	34.300.446	Acciones B/ADSs(1,95%)
Acciones en poder de TASA (1)	2.355	Acciones B (0,00%)

(1) Producto del pago de las fracciones a los accionistas minoritarios. Fecha de canje: 12/12/2001. Son acciones en cartera.

Fuente: Memoria a los Estados Contables de Telefónica de Argentina S.A. al 31/12/04.

En diciembre de 2000, Telefónica de España (“TESA”) adquirió el control de Cointel, a través de sus afiliadas, transformándose en consecuencia en controlante de la sociedad, por poseer en forma indirecta de aproximadamente el 98% de los votos de las acciones en circulación.

Las acciones de Telefónica de Argentina S.A. cotizan en las Bolsas de Comercio de Buenos Aires, La Plata, Córdoba, Rosario y Mendoza desde 26/12/1991. Desde el 8/3/94 y a través de ADS’S cotizan en New York Stock Exchange (NYSE).

Telefónica posee una inversión en Telinver S.A. del 99,99%, cuya principal actividad consiste en la comercialización de publicidad en las guías telefónicas de TASA.

### **6.1.1. Desarrollo de negocios**

La Sociedad presta los servicios de telecomunicaciones bajo un régimen de licencia perpetua y es dueña de los activos afectados a la prestación.

“Como consecuencia de la reorganización global de las actividades de Telefónica S.A. (sociedad controlante indirecta de Telefónica) y las de sus subsidiarias por líneas de negocio, Telefónica dejó de poseer su participación en las sociedades Telefónica Comunicaciones Personales S.A. (“TCP S.A.”), Telefónica Data Argentina S.A. (“TDA”) (anteriormente Advance Telecomunicaciones S.A.) y Tyssa Telecomunicaciones y Sistemas S.A. (“TYSSA S.A.”), cuyos negocios a su vez habían sido previamente reorganizados.

---

<sup>(28)</sup> Memoria a los Estados Contables de Telefónica de Argentina S.A. al 31/12/04.

Las mencionadas participaciones accionarias de Telefónica fueron escindidas, siendo su capital social reducido en consecuencia y dichas participaciones se fusionaron con distintas sociedades indirectamente controladas por Telefónica S.A., que operaban las respectivas líneas de negocios (Móviles y Data). En noviembre de 2001 se hicieron efectiva la inscripción de dicha reorganización y en diciembre se efectuó el canje de acciones.

A su vez, de acuerdo con lo aprobado por el Directorio y la Asamblea Extraordinaria de Accionistas de la Sociedad, los accionistas no vinculados a TESA recibieron acciones de las sociedades a las que se incorporaron los negocios escindidos en proporción a su tenencia accionaria, canjeándolas por sus acciones de la Sociedad, las que se cancelaron como resultado de la correspondiente reducción de capital consecuencia de las escisiones, manteniendo una participación porcentual aproximadamente igual en la Sociedad y en las sociedades a las que se incorporaron los negocios escindidos” <sup>(29)</sup> En diciembre de 2001 se efectuó el canje de las 2355 acciones.

## **6.1.2. Evolución económica y financiera**

### **6.1.2.1. Análisis económico**

Como podremos observar en el gráfico 27, en los últimos cinco años la empresa ha presentado resultados dispersos, por un lado, ganancias netas en los años 2000, 2001 y 2003, y por el otro, resultados netos negativos en el 2002 y casi neutral (8MM) en 2004.

Las ventas a valores nominales han disminuido en el 2001 y aumentado en el 2002 (básicamente por el ajuste por inflación), pero vuelto a disminuir en el 2003 debido a la congelación tarifaria, por discontinuidad de aplicación del ajuste por inflación y una leve disminución en líneas de servicios. Recién en 2004 comenzaron a incrementarse levemente las ventas debido a las nuevas líneas de servicio.

Los ingresos por ventas en 2004 y 2003 fueron de \$3047MM y \$2750MM, respectivamente, representando un aumento del 10,8%. Mientras que en el negocio de la telefonía básica se incrementó un 6% el servicio medido y 8% el abono (ambos representan el 50% del total de las ventas), también hubo incrementos del 21% en servicios especiales generado principalmente por la gran expansión del negocio de ADSL y del 20% en accesos a la red.

Paralelamente a la disminución de las ventas, las ganancias brutas han venido disminuyendo hasta 2003, y recuperándose recién en 2004. Los costos de explotación se han mantenido constantes, mientras que su disminución en 2002 permitió amortiguar la baja en las ventas.

Dentro de los gastos operativos, en los años 2003 y 2004 se han presentado menores gastos de administración y comercialización, que le permiten obtener resultados operativos positivos.

En el año 2002 Telefónica presentó resultados negativos por \$3439MM. Esto se debió por un lado al resultado bruto negativo, y por otro, los resultados financieros negativos generados por activos por \$725MM (principalmente por la inflación generada por los activos monetarios), y por pasivos por \$2511MM, debido a la

---

<sup>(29)</sup> Nota 1.2 a los Estados Contables Consolidados de Telefónica de Argentina S.A. al 31/12/2002

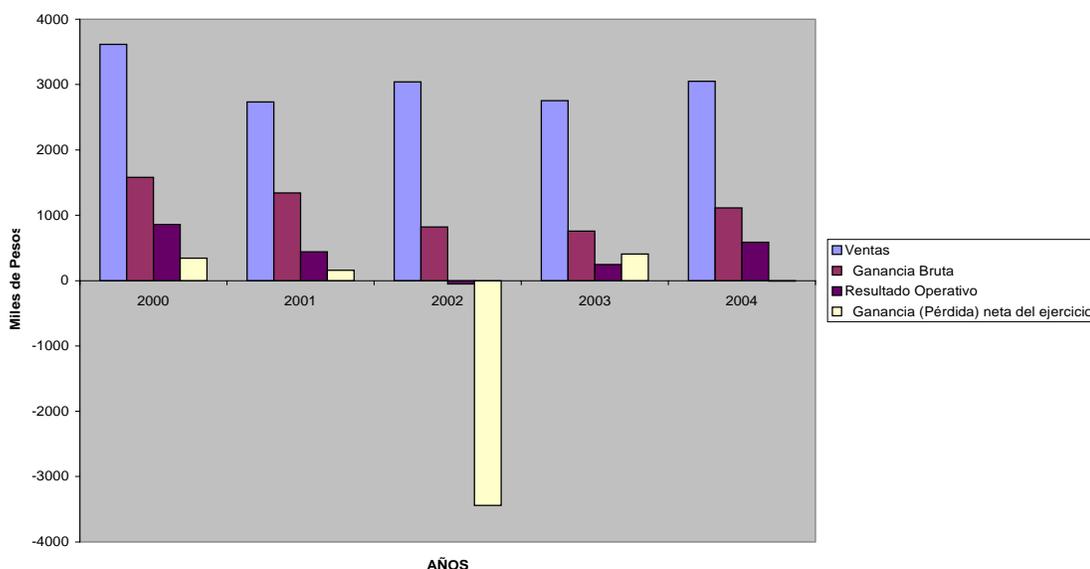
devaluación e incremento de la diferencia de cambio por tener deuda en moneda extranjera que al 2001 ascendía a un poco más de 1.900MM de U\$S, mientras que en 2002 supera los 1.800MM de U\$S.

La causa principal de la disminución de las ganancias netas de \$405MM en 2003 a la pérdida de \$8MM en 2004 se debe a la variación de los resultados financieros netos, pues representaron en el ejercicio 2004 una pérdida de \$462MM, mientras que hubo una ganancia de \$236MM en 2003, implicando una variación neta total de \$698MM.

“Esta disminución se debió fundamentalmente a la variación de la diferencia de cambio entre ambos ejercicios en \$827 millones de pérdida, pasando de una ganancia en 2003 por \$760 millones, por apreciación del peso sobre las monedas extranjeras, a una pérdida en 2004 por \$67 millones por una devaluación del peso.

Adicionalmente, respecto del monto de intereses, cargos financieros y actualización, se produjo una disminución del cargo en \$86 millones, pasando de una pérdida de \$466 en 2003 a una pérdida de \$380 millones en 2004 debido principalmente a la disminución del tipo de cambio en promedio del ejercicio, a la disminución de la deuda financiera y a la disminución de la tasa de interés aplicada a los préstamos con TISA compensado parcialmente por una disminución de la tasa de interés cobrada a los clientes por pago en mora.”<sup>(30)</sup>

En los primeros seis meses del año 2005 se obtuvieron resultados por \$212MM generado por una diferencia de cambio positiva de \$122MM y un incremento en su ganancia bruta y una disminución de intereses y cargas financieras, comparada con igual período del año anterior.

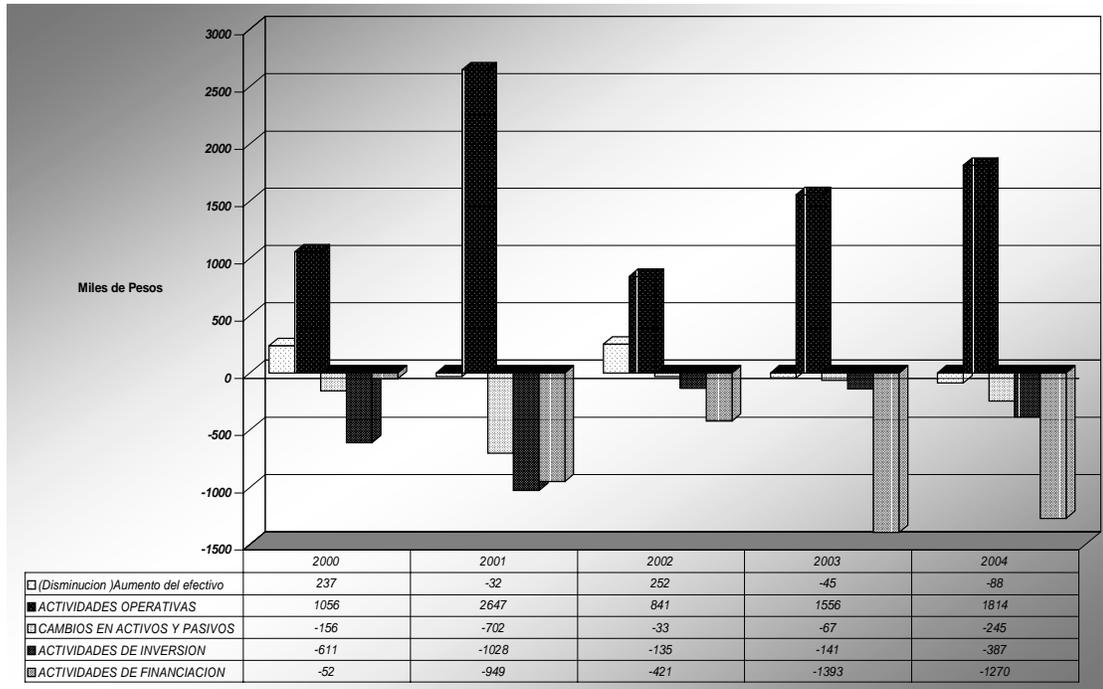


**Gráfico 27** Telefónica – Resultados de las operaciones

### 6.1.2.2. Análisis financiero

En los años 2000 y 2002 Telefónica ha presentado incremento de fondos (ver gráfico 28). Los fondos de la sociedad fueron de \$266 millones (93% corresponden a moneda extranjera) y \$354 millones al 31 de diciembre de 2004 y 2003, respectivamente. Los fondos en 2004 disminuyeron en \$88 millones.

<sup>(30)</sup> Reseña Informativa a los Estados Contables de Telefónica de Argentina S.A. al 31/12/2004



**Gráfico 28** Telefónica – Fuentes y Usos de Fondos

Cabe aclarar que en el año 2001 la Sociedad cambió el cierre de ejercicio anual del 30 de septiembre al 31 de diciembre.

Telefónica de Argentina S.A. ha tenido fondos generados por las actividades operativas en todos los años bajo análisis, siendo su valor más bajo en el 2002 (\$841MM), y recuperándose en años siguientes (en el 2004 a \$1814MM), pero sin alcanzar el valor obtenido en 2001 (\$2647MM).

#### **Actividades de financiación e inversión**

En los años 1999 y 2001 hubo incrementos de préstamos superiores a las cancelaciones, mientras que en el 2000 fueron inferiores.

En el año 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, con relación al préstamo de 8.816 millones de yenes otorgados por The Export Import Bank of Japan que vencía en febrero de 2011, siendo la deuda al 31/12/2001 de U\$S 86 millones. Adicionalmente había acordado otro swap para cubrir el riesgo de fluctuación del tipo de cambio del Euro con respecto al dólar estadounidense en relación con la posición neta de activos y pasivos en Euros, que incluía el saldo pendiente del préstamo otorgado por el Instituto Centrale per il Credito a Medio Termine con vencimiento en noviembre de 2014.

Hasta el 2001 Telefónica seguía una política de financiación que combinaba los fondos generados internamente con la utilización de financiación de terceros y del accionista mayoritario.

Al 31/12/2001 los activos corrientes consolidados en moneda extranjera fueron inferiores a los pasivos corrientes consolidados en moneda corriente en aproximadamente el equivalente a U\$S 1.138 millones. A esa fecha no existían líneas de financiación de terceros en montos suficientes para permitir, sumados a los fondos generados internamente, atender los vencimientos de deuda corriente de la Sociedad.

Si bien como podemos observar en el gráfico 29, las deudas bancarias y financieras disminuyeron levemente del 2000 al 2001, podemos destacar que en el año 2001 la Sociedad precanceló préstamos con bancos del exterior reduciendo la deuda corriente de \$622MM (al 31/12/2000) a \$49MM (al 31/12/2001) mientras que se incrementó la deuda no corriente de \$50MM a \$121MM, respectivamente.

Además se cancelaron obligaciones negociables ("ON"), las cuales disminuyeron las deudas corrientes de \$432MM a \$111 (por cancelación de ON de U\$S 300MM destinadas 50% a recomposición de capital de trabajo y 50% a financiaciones en activos fijos), y no corrientes de \$769MM a \$669MM. Por el contrario, la empresa ha recibido un préstamo corriente de TISA que derivó en una deuda al 31/12/2001 de \$920MM. Esta deuda corresponde a U\$S 883MM con vencimiento a agosto de 2002. <sup>(31)</sup>

Al 31 de diciembre de 2001 existían emisiones de ON por valor de 800 millones de dólares para la financiación de inversiones en activo fijo en Argentina, de los cuales había 100 con vencimiento a 7/2002, 400 (ya cancelados 31,5 en el 98) al 5/2008 y 300 al 11/2004. Estas ON en dólares fueron emitidas bajo el Programa Global de la Sociedad por U\$S 1.500 millones o su equivalente en otras monedas y los compromisos son los usuales para operaciones de esta naturaleza, para lo cual ha tenido emisiones desde 1998, pudiendo tener amortizaciones desde 30 días hasta 30 años.

El incremento de las deudas financieras (ver gráfico 29) del **año 2002** respecto al 2001 corresponde básicamente a la diferencia de cambio generada por la deuda en moneda extranjera. En el año 2002 la Sociedad siguió una política de financiación combinada de fondos generados internamente con la utilización de financiación de terceros y del accionista mayoritario.

Al cierre del 2002 los activos corrientes consolidados en moneda extranjera eran inferiores a los pasivos corrientes consolidados en moneda extranjera por aproximadamente U\$S 865MM. Dado que la Sociedad no disponía de líneas de financiación de terceros para atender la deuda corriente de la Sociedad, debió obtener dispensas de acreedores, canje de la deuda de largo plazo (100MM de U\$S) y refinanciaciones de corto plazo.

Al 31/12/02 poseía tres emisiones de obligaciones negociables por un total de 771MM U\$S con vencimiento posterior al 11/2004. Dentro de ese valor se incluía 71MM que correspondía a vencimiento de julio de 2002 para refinanciar a julio 2006.

La deuda al 2002 de 2.863MM (850MM U\$S) con partes relacionadas tenían vencimiento de marzo 2003 (en el año 2001 se debían 1.927MM) y logró su refinanciación. La Sociedad mantiene pasivos a largo plazo al 31 de diciembre con entidades financieras de primera línea por 236 millones de pesos.

---

<sup>(31)</sup> Nota 14 a los Estados Contables Básicos de Telefónica de Argentina al 31/12/2001.

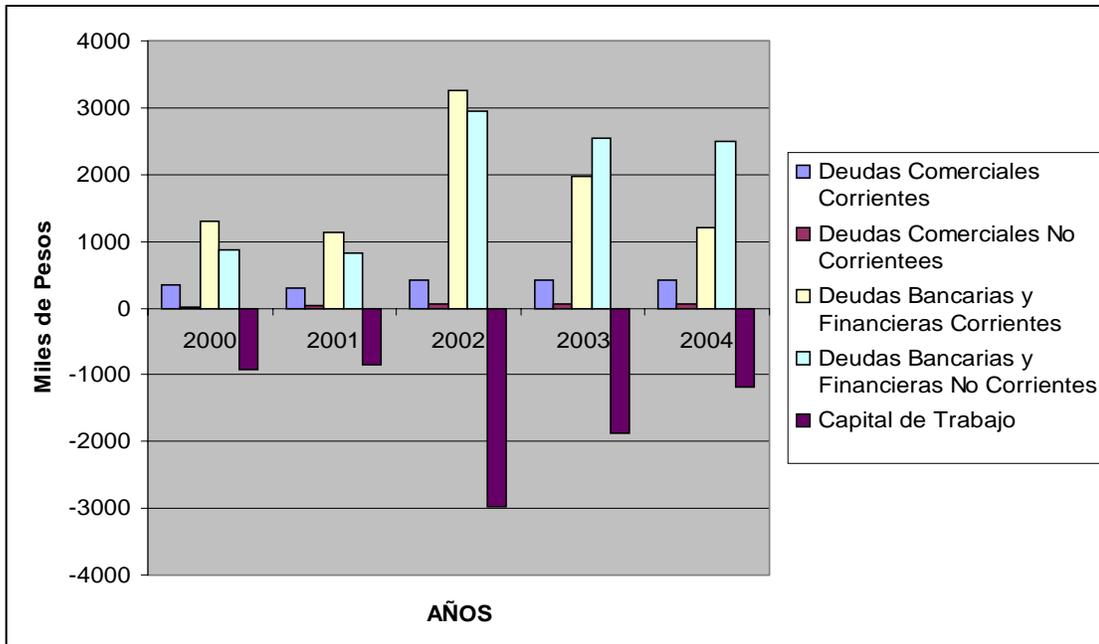


Gráfico 29 Telefónica – Evolución del Capital de Trabajo y principales Deudas.

La fuerte recuperación de fondos operativos de los años **2003** y **2004** sirvieron para cancelar préstamos (1471MM y 954MM, respectivamente) e intereses (362MM y 462MM). Asimismo hubo incremento de préstamos por 52MM en 2003 y 565MM en 2004.

Las principales aplicaciones de fondos en inversiones en 2004 fueron las derivadas de la compra de activo fijo y préstamos cancelados. Los fondos utilizados para la compra de activos fijos en 2004 y 2003 fueron de \$387MM y \$141MM.

Las deudas bancarias y financieras en moneda extranjera al 31/12/2004 se encuentran principalmente contraídas en dólares estadounidenses. El total de las deudas bancarias y financieras en moneda extranjera asciende a aproximadamente U\$S 980MMs (\$ 2.920MM), Euro 19MM (\$78MM) y yenes 6.807 millones (\$198MM) y en deudas comerciales el equivalente a \$156MM. El total representa un 86% de la deuda en moneda extranjera.

En créditos e inversiones en moneda extranjera tan sólo posee \$358MM, lo que muestra que la empresa está totalmente expuesta a la fluctuación del valor de la moneda extranjera.

Como políticas de cobertura podemos mencionar que durante los años 2002 y 2003 no ha sido posible para las sociedades cubrir su riesgo relacionado a las variaciones del tipo de cambio con las deudas en moneda extranjera contraídas por ella, debido principalmente a la falta de profundidades del mercado de instrumentos de cobertura peso / dólar, de contrapartes apropiadas o a que los costos de estas transacciones eran muy elevados. Luego la sociedad ha utilizado swaps y opciones de call por tipos de cambio.

“Con fecha 19 de mayo de 2003 el Directorio de la Sociedad aprobó efectuar ofertas de **canje de obligaciones negociables** (ON) en circulación de la Sociedad y de COINTEL por nuevas obligaciones negociables de la Sociedad más un pago en efectivo:

a) Oferta de Canje de Obligaciones Negociables de la Sociedad

Las ON de la Sociedad comprendidas en la oferta de canje son las emisiones del 11/1994 por un monto de capital de U\$S 300MM con vencimiento el 11/2004 y la emisión del 05/1998 por un monto remanente de capital de U\$S 368,5MM con vencimiento el 05/2008.

Los tenedores que ofrecieron válidamente sus títulos alcanzaron un 73 % del monto total de la emisión del 11/1994 y un 66 % del monto remanente de la emisión del 05/1998." <sup>(32)</sup> Por ello el 07/08/2003, la Sociedad emitió nuevos títulos por un monto total de U\$S 189,7MM con vencimiento el 11/2007 con un interés del 11,875% nominal anual y U\$S 220 MM para el 11/2010 al 9,125%, respectivamente, y abonó U\$S 52,1MM como pago en efectivo. Asimismo se abonaron U\$S 12,5MM en concepto de intereses devengados a dicha fecha.

b) Oferta de Canje de Obligaciones Negociables de COINTEL.

Las ON de COINTEL eran las emitidas por dicha sociedad el 07/1997, Clase A por U\$S 225MM y Clase B por \$175MM que devengan un interés de 8,85% y 10,375% nominal anual respectivamente.

El 7/8/2003, la Sociedad efectuó la emisión de ON por U\$S 148,1MM con vencimiento en agosto de 2011 al 8,85%, y pagos en efectivo por U\$S 24 MM y \$4,6MM (más U\$S 0,2MM y \$0,1MM por intereses devengados a dicha fecha) a cambio de ON de COINTEL (Clase A y Clase B). Adicionalmente Telefónica efectuó una emisión de \$0,1MM de ON en pesos al 10,375% con vencimiento el 08/2011 que el 1° de agosto de 2004 se convertirán a dólares estadounidenses y pasarán a devengar un interés del 8,85% nominal anual por ON de COINTEL Clase B. Asimismo, la Sociedad procedió a transferir los títulos de COINTEL que la Sociedad adquirió en dicha oferta de canje a TISA a cambio de una reducción equivalente de su deuda financiera de corto plazo con TISA (pasando de \$2883MM al 31/12/02 a \$1.461MM al 31/12/03).

El 19/12/2003, la Asamblea de Accionistas aprobó un programa global de ON 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 \$1.500MM 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 CNV y/u otros organismos del exterior.

Durante el **2004**, al igual que en períodos anteriores, Telefónica logró disminuir paulatinamente su stock de deuda de corto plazo por medio de una combinación de pagos parciales y refinanciamientos de largo y corto plazo. Se han logrado préstamos a corto plazo con entidades financieras locales por un monto de \$120MM. Adicionalmente, en mayo y octubre de 2004 y en febrero de 2005 la Sociedad emitió ON por \$163,3MM, \$200 MM y \$250MM, respectivamente, que junto a nuevas colocaciones en el futuro, combinada conjuntamente con los flujos generados internamente, y así como posibles refinanciamientos y/u otras alternativas de financiación que la Sociedad crea conveniente, permitirán cancelar o refinanciar exitosamente el saldo remanente de la deuda de corto plazo. A julio de 2005, la primera de ellas ya ha sido cancelada.

---

<sup>(32)</sup> Nota 13 a los Estados Contables Básicos de Telefónica de Argentina S.A. al 31/12/2003

También TISA ha refinanciado en los meses de julio, agosto y septiembre de 2004 pasivos por U\$S 150MM en cuotas mensuales con vencimiento de enero a diciembre de 2005. Al 30/06/2005 los préstamos de la Sociedad con parte relacionadas ascienden a \$45MM, mientras que era de \$595MM al 31/12/04.

Al 30/06/2005<sup>(33)</sup> los activos corrientes son inferiores a los pasivos corrientes en 724MM, incluyendo estos últimos aproximadamente un 3% de deuda con el controlante indirecto de la Sociedad. Se encuentran vigentes diez emisiones de obligaciones negociables, de los cuales sólo la más antigua del 5/98 tenía destino de financiación de inversiones en activos fijos. Todas las restantes tienen destino de refinanciación de pasivos.

La **política de dividendos** se resuelve por mayoría de votos de los accionistas ordinarios de la Sociedad, a propuesta del Directorio. Hubo un acuerdo de accionistas, la Sociedad y sus subsidiarias 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 a la que pudieran estar sujetas. En nuestro período de análisis han efectuado pagos por 7% sobre capital (U\$S 149.858.916) el 21/07/99, 07/12/99, 08/08/00, 29/03/01 y 08/11/01.

Mientras que a valores de cada año la **inversión** en 2000 y 2001 rondaban los 640MM y 900MM, disminuyeron notablemente en los dos años siguientes (135MM, 141MM) y comenzaron a recuperarse en 2004 (387MM). Estos valores aún siguen siendo inferiores a las amortizaciones del ejercicio.

## **6.2. TELECOM DE ARGENTINA S.A.**

Actividad principal: Prestación de servicios de Telecomunicaciones. Incluye tanto servicios de telefonía básica como de telefonía celular (a través de Telecom Personal y Núcleo), servicios de Internet por Dial up y ADSL, y edición de guías (Publicom).

Las estrategias y políticas de las distintas sociedades del Grupo están alineadas de manera de generar sinergias comerciales, tecnológicas y de funciones de soporte.

### **6.2.1. Desarrollo de negocios**

La megadevaluación ocurrida en el año 2002 y las disposiciones que afectaron los contratos con empresas de servicios públicos (ya comentado en el análisis sectorial), y la interrupción del crédito, desencadenaron la necesidad de suspender los pagos de capital e intereses de la deuda financiera del Grupo como paso previo a una reestructuración integral, voluntaria y ordenada de la misma, la cual terminó de efectivizarse en el 2005.

Telecom Argentina S.A., anteriormente denominada "Telecom Argentina STET-France Telecom S.A." ( hasta el 02/2004) tiene como accionistas al 31/12/2004 a:

- Nortel Inversora (54,74%): cuyos accionistas eran Sofora Telecomunicaciones por 67,79% (empresa cuyos accionistas son Grupo Telecom Italia en 50%, W de Argentina-Inversiones S.L. en 48% y Grupo

---

<sup>(33)</sup> Reseña Informativa a los Estados Contables al 30/06/2005 de Telefónica de Argentina S.A.

France Telecom 2%) y Acciones preferidas A y B ( estas últimas con cotización en las bolsas de Nueva York, Luxemburgo y Buenos Aires) por 32,21%.

- Oferta pública cotizante en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, en New York Stock Exchange y en la Bolsa Mexicana de Valores (40,58%).
- Programa de Propiedad Participada (4,68%).

El Grupo Telecom Italia ha acordado la adquisición de opciones sobre toda la participación de suscripción W de Argentina-Inversiones S.L. y sobre el 2% de las acciones de Sofora. Ambas pueden ejercerse entre el 31/12/2008 y el 31/12/2013.

El Grupo Telecom Argentina está compuesto al 31/12/2004 por la participación significativa en las siguientes empresas<sup>(34)</sup>:

- Microsistemas (99,99%): sociedad sin operaciones en 2004.
- Telecom Argentina USA (100%).
- Telecom Personal S.A. ("TP") (99,99%) quien a su vez posee el 67,5% de Núcleo (Paraguay) y 75% de Cable Insignia (sociedad sin operaciones en 2004 y en procesos de liquidación).
- Publicom (99,99%), quien a su vez participa en el 5,75% de Nahuelsat.

## **6.2.2. Evolución económica y financiera**

### **6.2.2.1. Análisis económico**

Telecom ha presentado **resultados** positivos en los años 1999, 2000 y 2001, mientras que en el 2002 y 2004 son negativos (ver gráfico 30).

Luego de la devaluación del 2002, la Sociedad ha encarado la reestructuración organizacional, reducción de costos de funcionamiento y racionalización de dotaciones, efectuando una contención y control selectivo de inversiones, y una reducción sustantiva en las tasas de morosidad de sus clientes.

---

<sup>(34)</sup> Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/2004

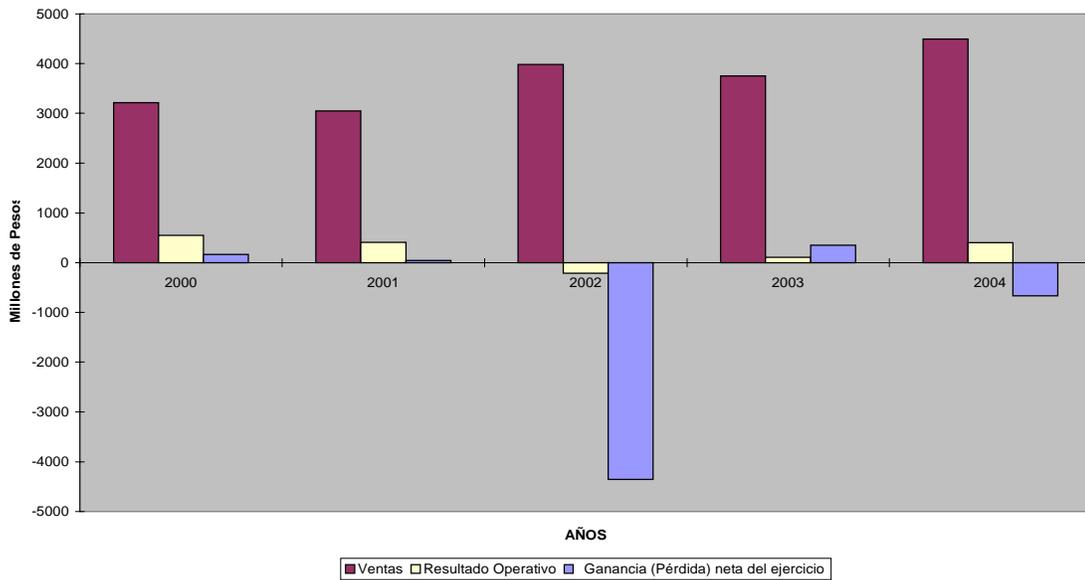


Gráfico 30 Telecom – Resultados de las operaciones

Las ventas netas del ejercicio 2001 han disminuido comparativamente con el año anterior (ver gráficos 30 y 31) principalmente “por la baja pronunciada en la Telefonía fija por la significativa disminución de las tarifas a larga distancia nacional e internacional e interconexión que han afectado los ingresos por tráfico; y la baja en la Telefonía celular, producto de la caída de tráfico e ingreso promedio por cliente, compensada parcialmente por el aumento de la base de clientes”<sup>(35)</sup>.

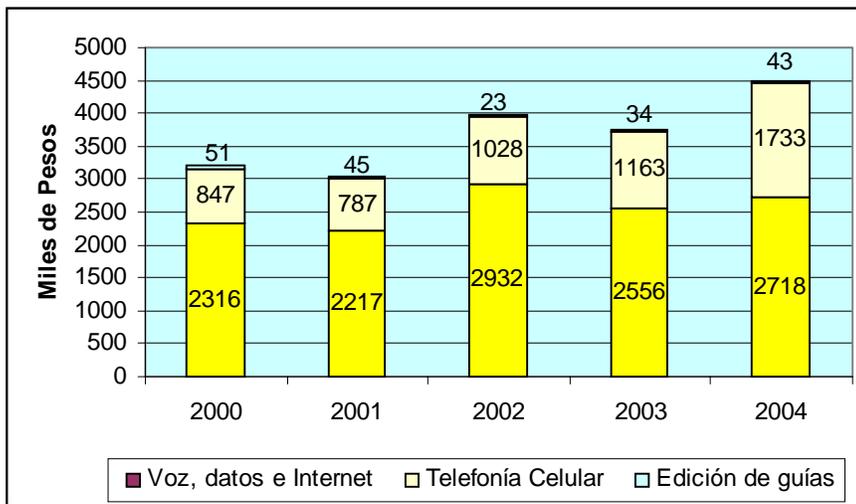


Gráfico 31 Telecom – Ventas por líneas de actividades

Los costos de explotación han sido un poco menores por bajas de costos de interconexión y una fuerte baja de los costos de teléfonos celulares y de comisiones de agentes y de honorario por gerenciamiento, mientras que en los gastos de comercialización hubo aumento en todas las líneas de negocio por incremento del costo por deudores incobrables.

Si a las cifras históricas de ventas del 2001 (ver gráfico 31) las actualizamos por el índice que mide la inflación, los valores reales de las ventas del **2002** serían inferiores a esos valores debido a que las tarifas se mantuvieron sin modificaciones luego de la “pesificación” establecida por el Gobierno Nacional para los negocios regulados y al deterioro en las condiciones macroeconómicas del país ha tenido un impacto sobre el consumo de los clientes. No obstante, del incremento de las ventas históricas del 31%, los costos de explotación se han incrementado en un 91%, lo que ha implicado una ganancia bruta de \$1.111 millones que restados los gastos de administración (\$279MM) y de comercialización (\$1034MM) arrojaron un resultado operativo negativo por \$212MM. (ver gráfico 30)

Sin embargo, el ejercicio 2002 arrojó una pérdida neta de \$ 4.354 millones que se explica en un 83% por el efecto de la devaluación del peso respecto al dólar estadounidense. Esto es así dado que se generaron \$4405MM por diferencia de cambio generada por pasivo en moneda extranjera, parcialmente compensado por \$891 activados a préstamos para la adquisición de bienes de uso, y \$912MM de intereses y cargos financieros. Asimismo, como consecuencia del deterioro del peso, se hizo cargo del costo de cancelación de swaps por \$279MM. Finalmente, como consecuencia de la aplicación del ajuste por inflación, la posición monetaria generó una pérdida de \$ 879MM que no existió en el año 2001. Debido al resultado negativo antes de impuesto a las ganancias del Grupo, se generó un quebranto por impuesto a las ganancias de \$1.095MM.

Por su parte, el resultado neto del ejercicio **2003** se ha visto favorecido por la revaluación del peso frente al dólar y por el resultado de recompra de deuda financiera (ambos efectos generaron una utilidad de \$1.000 millones). Si los excluyéramos, el resultado neto hubiera arrojado una pérdida de \$624 millones.

La disminución en las ventas del sector de voz, datos e Internet fue parcialmente compensada con del incremento del área de celulares (ver gráfico 31). La ganancia bruta se ha mantenido casi constante, pero gracias a la disminución de los gastos de administración y comercialización se logró tener resultados operativos favorables en \$107MM.

Los Resultados financieros y por tenencia fueron positivos en \$48MM en el 2003. La misma se debió principalmente a un resultado positivo de \$ 624MM en concepto de diferencias de cambio netas como consecuencia de la apreciación del peso sobre las posiciones netas en moneda extranjera. Los intereses financieros disminuyeron con respecto al ejercicio anterior \$517MM debido también al mejor posicionamiento del peso y a la reestructuración parcial de la deuda financiera durante el ejercicio 2003. Finalmente, la Sociedad discontinuó a partir del 01/03/2003 la aplicación del método de ajuste por inflación logrando tener resultados casi neutros.

La utilidad neta del ejercicio 2003 (\$351MM) podría entonces ser considerada como una reducción de la enorme pérdida del ejercicio 2002, dado que ambos períodos fueron afectados por la gran volatilidad del peso lo que ha impactado en la valuación de la deuda financiera del Grupo Telecom.

Durante abril de 2003, “el Grupo lanzó una oferta de compra en efectivo de una porción de su deuda financiera. Los resultados por reestructuración de deuda resultan del rescate exitoso de U\$S 292MM mediante el pago de U\$S 161MM, cuyo impacto fue de \$280MM en Telecom Argentina, \$90MM en Telecom Personal y \$5MM en Publicom.”<sup>(36)</sup>

---

<sup>(35)</sup> Reseña Informativa a los Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/2001

<sup>(36)</sup> Memoria a los Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/2003

Telecom Argentina obtuvo una pérdida neta consolidada de \$666MM en el ejercicio finalizado el 31/12/2004 debido principalmente a la pérdida registrada en los resultados financieros y por tenencia.

Los ingresos netos por ventas consolidados totalizaron \$4.494MM, lo que representa un aumento de \$741MM o 20%, debido principalmente al crecimiento de la demanda de servicios de telefonía celular en Argentina (ver gráfico 31).

Los costos de explotación, administración y comercialización totalizaron \$4.094MM, "lo que representa un aumento de \$448 millones o 12%, debido al aumento registrado en las comisiones, en el costo de terminales celulares, en el costo de terminación de llamadas en red de destino y en publicidad. La evolución de los costos está principalmente relacionada con el aumento de las ventas y competencia en la telefonía móvil en Argentina."<sup>(37)</sup>

Los resultados financieros y por tenencia presentaron una pérdida de \$1.172MM, debido principalmente a las diferencias de cambio netas, por el efecto que tuvo sobre la deuda financiera neta la evolución del peso contra el dólar y el euro.

En el segundo trimestre de 2005, la empresa presentó ganancias por \$179MM, viéndose afectados por la gran competencia en el negocio del celular. Hubo así un deterioro de los márgenes operativos por el incremento en los costos por subsidio a terminales, comisiones de agentes y publicidad.

#### **6.2.2.2. Análisis financiero**

Los fondos generados por el Grupo Telecom se han incrementado, en valores nominales comparativamente al año anterior, en el 2000, 2002, 2003 y 2004, mientras que sólo ha disminuido en el 2001. (Ver gráfico 32)

Los fondos originados por las operaciones en el **2001** disminuyeron en \$ 40MM, comparado con el mismo período del año anterior, debido básicamente a una menor utilidad y a mayores pagos durante el ejercicio 2001.

Los fondos aplicados a las actividades de inversión se incrementaron en \$13MM respecto del año anterior, debido principalmente a los menores fondos generados por las colocaciones en inversiones y títulos públicos durante el 2001, compensados parcialmente por menores adquisiciones de bienes de uso e intangibles.

Con respecto a los fondos aplicados a las actividades de financiación, éstos han aumentado en \$173MM, producto principalmente de los mayores pagos de intereses y gastos relacionados por \$ 114MM, mayores dividendos pagados por \$ 79MM y menores tomas de préstamos por \$ 429MM, compensadas con menores cancelaciones de préstamos \$ 449MM.

En el año **2002** se produjeron incrementos de fondos por \$878MM. El flujo de efectivo originado por las operaciones nominalmente se incrementó un 48% pero no al ritmo de la inflación aproximada del 118% debido a la imposibilidad de ajustar los ingresos por ventas siguiendo al IPIM. Esto se debió a que Telecom poseía los inconvenientes mencionados para Telefónica por la congelación de las tarifas de la telefonía básica.

---

<sup>(37)</sup> Reseña Informativa a los Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/2004

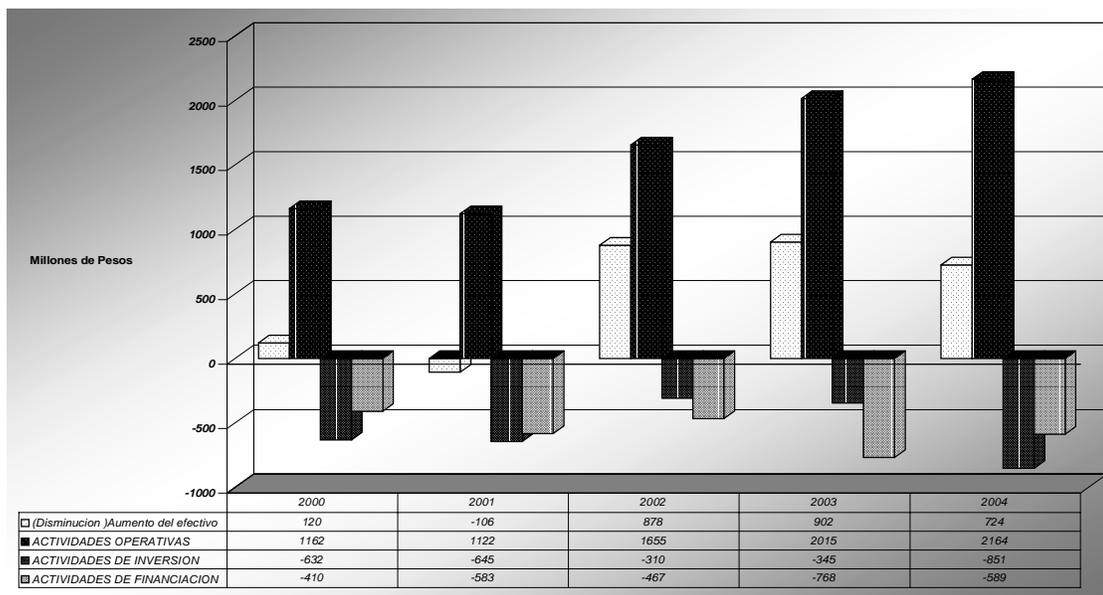


Gráfico 32 Telecom – Fuentes y Usos de Fondos

El flujo de efectivo aplicado a las actividades de inversión disminuyó nominalmente un 50%, respecto del año anterior, producto de reducciones en inversiones de bienes de uso e intangibles.

También se disminuyeron las actividades de financiación, básicamente por no pagar dividendos y suspender el pago de capital e intereses de toda su deuda financiera y de sus subsidiarias, mientras continuaba con el pago de las obligaciones relacionadas con la actividad comercial.

También se obtuvieron aumentos de fondos en el año **2003** (por \$902MM), de los cuales hubo un incremento respecto del 2002 en el flujo neto de efectivo originado por las operaciones de aproximadamente \$348MM, producido básicamente por el incremento en las cobranzas y menores pagos por compras de bienes y servicios compensado parcialmente por mayores pagos de impuestos, calling party pay ("CPP") y desvinculaciones.

También hubo un incremento en el flujo de efectivo aplicado a las actividades de inversión, debido básicamente a mayores colocaciones con vencimiento superior a los tres meses de fecha de cierre de ejercicio, compensado por menores inversiones en bienes de uso e intangibles.

Con respecto al flujo de efectivo aplicado a las actividades de financiación (\$768MM), los mismos se incrementaron principalmente debido a la cancelación de préstamos por recompra de deuda (\$422MM), mientras se continuaban pagos de intereses y gastos relacionados (\$335MM).

El aumento de fondos del año **2004** de \$724MM (inferior al año anterior) se generó por un incremento en las actividades operativas respecto del año anterior, básicamente por el crecimiento de las ventas de telefonía celular. Asimismo se incrementaron las inversiones en cerca de \$500MM por incremento en las inversiones de Bienes de Uso por cerca de \$300MM y un incremento de \$200MM en las inversiones a plazo superior a los tres meses de cierre de ejercicio.

Si bien comparativamente con el año anterior hay menores fondos erogados por las actividades de financiación (alrededor de \$178MM), en este ejercicio, a diferencia del anterior, no hubo cancelación de préstamo por compra anticipada. No obstante, en noviembre de 2004 **Telecom Personal** y **Núcleo reestructuraron exitosamente sus deudas financieras** (que alcanzaban aproximadamente el 12% de la deuda financiera total del Grupo Telecom al 31 de diciembre de 2004).

Teniendo pendiente la homologación judicial del APE (Acuerdo Preventivo Extrajudicial), de Telecom, que veremos más adelante, la composición de la deuda financiera del Grupo Telecom al 3/12/2004, distinguiendo entre la porción reestructurada y en proceso de reestructuración, es la siguiente:

	Telecom	Personal	Núcleo	Eliminaciones	Consolidado al 31.12.04
<b>Deuda reestructurada</b>					
♦ Capital	-	1.230	120	(83)	1.267
♦ Intereses devengados	-	9	-	-	9
<b>Subtotal</b>	-	1.239	120	<b>(83)</b>	1.276
♦ Efecto valor actual	-	(57)	-	<b>16</b>	(41)
Total deuda reestructurada	-	<b>1.182</b>	<b>120</b>	<b>(67)</b>	<b>1.235</b>
▪ Porción corriente	-	14	5	(3)	16
▪ Porción no corriente	-	1.168	115	(64)	1.219
<b>Deuda en proceso de reestructuración</b>					
♦ Capital	7.998	-	-	-	7.998
♦ Intereses devengados	<b>1.250</b>	-	-	-	1.250
♦ Intereses punitivos	<b>170</b>	-	-	-	170
Total deuda en proceso de reestructuración	<b>9.418</b>	-	-	-	<b>9.418</b>
Total deuda financiera	9.418	1.182	120	(67)	10.653
▪ Porción corriente	9.418	14	5	(3)	9.434
▪ Porción no corriente	-	1.168	115	(64)	1.219

Fuente: Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/04 – Nota 8

Telecom Personal obtuvo el acuerdo voluntario de la totalidad de sus acreedores a adherir al APE que implicaron erogaciones de aproximadamente U\$S 165MM (que incluyen U\$S 3MM pagados el 12/2004 como retenciones de impuesto a las ganancias para beneficiarios del exterior) y en la refinanciación del remanente de su deuda financiera (aproximadamente U\$S 413MM), según el siguiente detalle:

Instrumento	U\$S emitidos	\$ equivalentes	Tasa contractual	Vencimiento última cuota

<b>Opción A</b>	<b>46</b>	<b>137</b>	<b>Step up 5,53% – 8%</b>	<b>Octubre de 2014</b>
<b>Opción B</b>	<b>367</b>	<b>1.093</b>	<b>Step up 9%, 10% y 11%</b>	<b>Octubre de 2011</b>
<b>Total capital adeudado</b>	<b>413</b>	<b>1.230</b>		

Fuente: Estados Contables de Telecom Argentina S.A. al 31/12/04 – Nota 8

Por su parte, ya en abril de 2003, Núcleo refinanció la deuda con bancos locales por U\$S 14MM de capital, alargando los plazos de amortización y sin que existan quitas de capital ni reconocimiento de intereses punitorios.

Con relación a la deuda financiera con acreedores del exterior por U\$S 59MM de capital, el 22/11/2004 Núcleo suscribió acuerdos por los que se refinanció la totalidad del capital, amortizándose en cuotas semestrales y siendo el vencimiento de la última cuota el 27/12/2008.

La deuda con los bancos locales devengará intereses a la tasa fija del 7,125% anual mientras que la deuda con los acreedores del exterior devengará intereses a la tasa LIBO de 3 meses más 4,5% anual. Los acuerdos preveían al momento de la novación de la deuda la cancelación de parte del capital y de la totalidad de los intereses compensatorios devengados. En virtud de estos acuerdos, se condonaron la totalidad de los intereses punitorios devengados a la fecha de la novación por \$11MM.

Por su parte, **Telecom Argentina S.A.** había efectuado diversas emisiones de títulos de deuda en los términos de la Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables.

El 22/6/2004 la Sociedad anunció una nueva propuesta para la reestructuración integral de toda su deuda financiera. Esta deuda comprendida en el APE es la deuda quirografaria con causa o título anterior al 31/08/2004, que a esa fecha ascendía a 8.868 (equivalentes a U\$S 2.959MM convertidos al tipo de cambio de esa fecha), de los cuales U\$S 2.880MM corresponden a acreedores quirografarios financieros y U\$S 79MM corresponden a acreedores quirografarios no financieros.

El 21/10/2004 la Sociedad se presentó ante la justicia argentina para que homologue el APE que suscribió con el 82,35% de los acreedores financieros representativos del 94,47% de la deuda financiera total a la fecha de corte (31/8/2004).

Finalmente el 31/08/2005 (“Fecha del Cierre de la Reestructuración”) Telecom Argentina ha concluido exitosamente el proceso de reestructuración de su deuda financiera según los términos del APE celebrado con sus acreedores financieros. De esta manera la Bolsa de Comercio autorizó la cotización de nuevas Obligaciones negociables como parte del programa de canje de las ON de Telecom, según el siguiente detalle:

<b>Tipo</b>	<b>Monto</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Pago de interés</b>	<b>Vto.</b>
Serie A - Clase 1	USD 97.599.196	Semestral en Abril y Octubre de cada año	5,53% hasta Oct. 2008 y un 8% hasta el vto.	2014

Serie A - Clase 2	EUR 493.015.859		4,83% hasta Oct. 2008 y un 6,99% hasta el voto.	
Serie B	USD 933.383.234		9% hasta Oct.2005, 10% entre Oct. 2005 y Oct. 2008, 11% hasta voto.	2011

Fuente: "Banking – Newsletter de Novedades Financieras – Agosto, 2005 – Número 13, Deloitte & Touche Corporate Finance S.A.

Asimismo ha pagado a sus acreedores montos en efectivo en virtud de los términos del APE y ha realizado ciertos pagos bajo las nuevas ON. Como resultado de estos pagos y de las precancelaciones de las nuevas ON, se han cancelado todas las cuotas de amortización de capital con vencimientos hasta el 15/10/2007, inclusive. Dichos pagos representan el 15,2 % del monto de capital de las ON Serie A y el 40 % del monto de capital de las ON Serie B y fueron asignados a las nuevas ON de acuerdo con los cronogramas de amortización descriptos en las mismas.

Conforme la carta enviada por apoderado de Telecom (<sup>38</sup>), se ha finalizado el proceso de reestructuración de su deuda financiera. A los efectos de calcular el efecto de la reestructuración se ha considerado, entre otros supuestos, que la vieja deuda continuó devengando intereses compensatorios, punitivos y diferencias de cambio hasta el 31 de agosto de 2005, una tasa de descuento del 11% anual en dólares estadounidenses, 10% anual en euros y 7% anual en yenes para la valuación de una nueva deuda, y pagos de capital e intereses realizados en la Fecha del Cierre de la Reestructuración.

De esta manera han presentado el siguiente cuadro resume la evolución estimada del rubro Préstamos partiendo de las cifras publicadas al 30 de junio de 2005 en los estados contables individuales de Telecom Argentina, y considerando los hechos y supuestos descriptos anteriormente:

<b>En millones de pesos</b>	
<b>Préstamos al 30 de junio de 2005</b>	<b>8.764</b>
Intereses devengados – deuda vieja (julio – agosto de 2005) – pérdida contable	109
Diferencias de cambio – deuda vieja (julio – agosto de 2005) – pérdida contable	126
<b>Total deuda vieja antes de reestructuración</b>	<b>8.999</b>
Pago de la Opción C: recompra de la deuda vieja (incluye intereses bajo la Opción C)	(1.707)
Condonación de capital e intereses – utilidad contable	(1.150)
<b>Total nueva deuda al 31 de agosto de 2005 (*)</b>	<b>6.142</b>
Pagos de capital e intereses (**)	(2.214)
<b>Préstamos al 31 de agosto de 2005 (valor nominal)</b>	<b>3.928</b>
Efecto del valor actual neto – utilidad contable	(434)
<b>Préstamos al 31 de agosto de 2005 (valor contable)</b>	<b>3.494</b>

(\*) Incluye capital por \$ 5.483 millones, intereses por \$ 630 millones y retenciones de impuesto a las ganancias para beneficiarios del exterior a cargo de la Sociedad por \$ 29 millones.

(\*\*) Incluye \$ 1.555 millones de capital, \$ 630 millones de intereses y \$ 29 millones de retenciones de impuesto a las ganancias para beneficiarios del exterior.

Fuente: Carta Información artículo 23° del Reglamento de Cotización 01/09/05 "Efecto estimado de la reestructuración de la deuda financiera de Telecom Argentina SA

<sup>(38)</sup> Carta Información artículo 23° del Reglamento de Cotización 01/09/05 "Efecto estimado de la reestructuración de la deuda financiera de Telecom Argentina S.A."

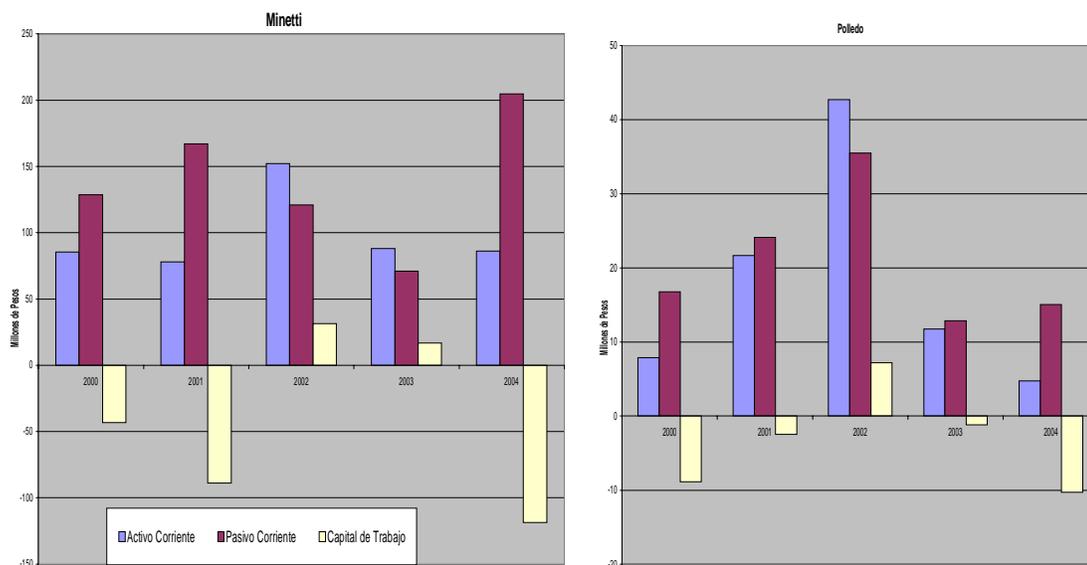
Por lo tanto, la Dirección de la Sociedad registraría en el tercer trimestre del 2005 una utilidad contable por reestructuración de su deuda financiera de aproximadamente \$1.150MM debido a la condonación de capital e intereses (compensatorios y punitivos) otorgada por sus acreedores financieros. A este monto debería agregarse una utilidad contable adicional por el efecto del valor actual neto de aproximadamente \$434MM. De esta manera, la utilidad contable total por reestructuración de deuda financiera de Telecom Argentina se estima en \$1.584MM antes del impuesto a las ganancias y sin deducir gastos de reestructuración.

## 7. CONCLUSIONES

En el **Sector de la Construcción**, se observó fundamentalmente a partir del período 2003-2004 que la **generación de fondos de las actividades operativas permitió cancelar la mayor parte de las deudas financieras**.

Ahora, con respecto al tratamiento de sus estructuras financieras, las Sociedades reestructuraron sus deudas financieras realizando acuerdos con sus acreedores, alargando los plazos de pagos e inclusive con aportes de capital, como el caso de Minetti.

La evolución del Capital de Trabajo en ambas Sociedades fue similar, siendo generalmente de saldo negativo. En el caso de Minetti, si bien posee buenos resultados económicos y se encuentra dentro de uno de los sectores más expansivos, podemos observar que con excepción de los años 2002 y 2003 registró un capital de trabajo negativo (ver gráfico 33), colocándola en una posición financiera relativamente débil porque parte de ese pasivo de corto plazo que excede el activo corriente financia a los Activos permanentes. Dicha situación no es conveniente, porque obliga a la renegociación con terceros en forma permanente con el riesgo de absorber mayores costos y perder la seguridad de esa financiación.



**Gráfico 33** Minetti y Polledo – Evolución del Capital de Trabajo

Por otro lado, en el caso de Polledo, también registró un capital de trabajo negativo, por lo tanto dicho excedente de financiamiento fue aplicada a la Inversión de Activos No Corrientes. Esta situación no es muy adecuada y

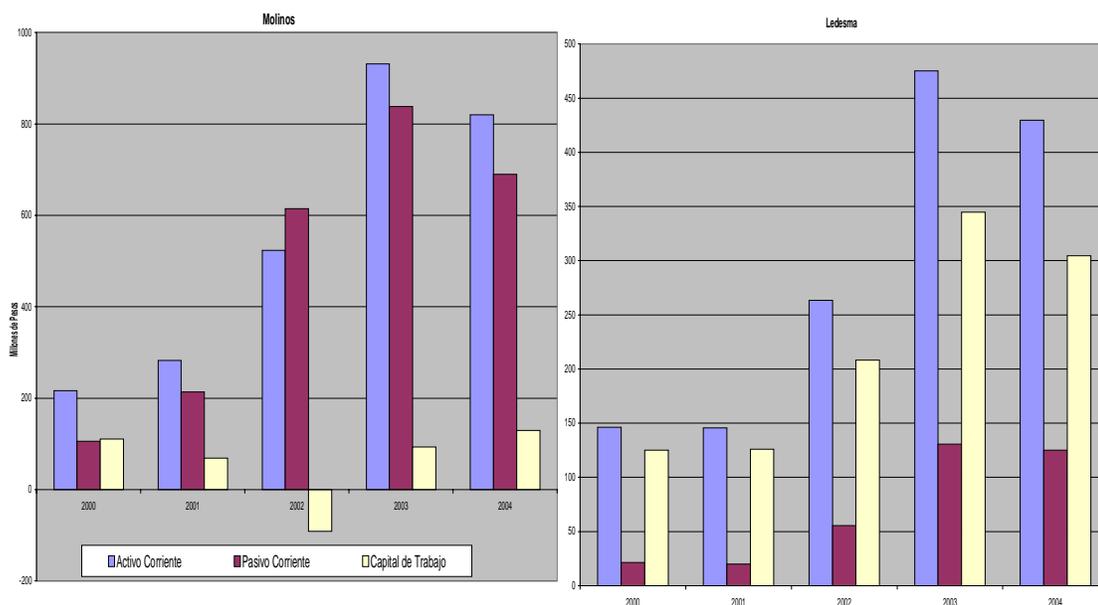
sostenible en el tiempo, porque en el futuro ante un mayor crecimiento de los negocios será necesario crear un fondo de maniobra para no depender del financiamiento de corto plazo.

El **Sector de Alimentación**, compuesto por Molinos y Ledesma, luego de la recesión y la devaluación asimétricas del año 2002, **generó los fondos suficientes para desarrollar sus actividades operativas**.

Las políticas de Inversión respondieron a la estrategia de capitalizarse y por lo tanto mejorar la productividad, ya que los montos invertidos superaron a las amortizaciones del período.

En lo que respecta a la política de Financiación, por ejemplo, Molinos reestructuró su deuda y con posterioridad cumplió los términos de dicho acuerdo. Por otro lado, Ledesma tiene una situación financiera holgada y solamente incrementó su endeudamiento en el año 2004, para financiar parcialmente las inversiones productivas de ese año. Además ha podido cumplir con su política de pago de dividendos de \$17MM aproximadamente por año, con excepción del 2004.

Con respecto al financiamiento del Capital de Trabajo ambas Sociedades registraron un capital de trabajo positivo prácticamente todos los años de nuestro análisis (ver gráfico 34). Por ejemplo en el caso de Molinos el crecimiento de su actividad desde el año 2000 hasta el 2004, generó necesidades operativas en cada año con excepción del año 2002.



**Gráfico 34** Molinos y Ledesma – Evolución del Capital de Trabajo

A su vez analizando la estructura patrimonial de los rubros no corrientes de Molinos, observamos una buena política financiera de corto plazo porque en todos los años la Sociedad mantuvo un Fondo de Maniobra <sup>(39)</sup> permitiéndole financiar las necesidades de capital de trabajo, sin recurrir periódicamente a negociaciones de financiación con terceros.

<sup>(39)</sup> Fondo de maniobra: Activo No Corriente – Pasivo No Corriente

También en el caso de Ledesma, podemos que inferir que la Sociedad tuvo necesidades operativas de financiación <sup>(40)</sup> a raíz de su capital de trabajo positivo. Pero obedeciendo a una sana política financiera la Sociedad apeló al fondo de maniobra para financiar este crecimiento operativo, sin afectar el horizonte de corto plazo.

El **Sector Bancario** ha sido uno de los más castigados por la devaluación en el 2002 y, especialmente, por la pesificación asimétrica generada por los pagos a depositantes a precios superiores a lo que han podido recuperar de los préstamos.

Esta situación ha generado que el BCRA pida a las entidades bancarias un plan de saneamiento y ofrecido ciertas concesiones en el cumplimiento de requerimientos técnicos.

Para los casos analizados hemos visto cómo los bancos han perdido fondos en el 2002, pero al año siguiente ya pudieron generar fondos mediante incremento de sus operaciones financieras y de servicios. Asimismo debieron efectuar reestructuraciones de deudas, como el caso de Galicia en sus sucursales de New York, Galicia Uruguay y Galicia Cayman. Por su parte el Banco Francés efectuó canje de activo y vendió su subsidiaria Cayman, capitalizó préstamo de su accionista mayoritario, recibió aportes genuinos por nuevas suscripciones de acciones también por su accionista mayoritario, y efectuó recompras al sector privado con entrega en canje de Boden 2012.

El futuro de la evolución del sector bancario dependerá por un lado del crecimiento de las operaciones, y por otro, la colaboración del Estado Nacional en la recomposición del gran desfasaje que el cumplimiento de las medidas cautelares por amparos ha generado, y se complete el proceso de las compensaciones al sistema.

Durante el 2004, la industria de las **Telecomunicaciones** continuó adaptándose a los cambios ocurridos desde principios del 2002. En ese sentido las empresas respondieron con reestructuración de pasivos (Telefónica y Telecom), fusiones y adquisiciones, entre otras.

Si analizamos el capital de trabajo de Telefónica (ver gráfico 29) observamos que ha sido negativo en todos los años analizados, con valores semejantes a las deudas bancarias y financieras, lo que implica que los activos fijos son financiados con deudas de corto plazo. Por otro lado la Sociedad debió financiarse con la Casa Matriz para el pago de ciertas deudas y reestructurar otras mediante el canje de obligaciones negociables, y efectuar nuevas refinanciacines de corto y largo plazo.

En el caso de Telecom, el Capital de Trabajo también se presenta negativo en todos los años mostrando también una disminución a partir del 2003 (ver gráfico 35). En este caso también es importante la composición de las deudas corrientes bancarias y financieras que representan cerca del 90% de las deudas corrientes. Esto se ha logrado con las precancelaciones de las deudas. En el futuro, el acuerdo de reestructuración finalizado en agosto de 2005 le permitirá recomponer esta situación negativa de capital de trabajo, pero deberá evitar el riesgo de que algunas disminuciones futuras de fondos impacten nuevamente en la imposibilidad de cumplir los compromisos asumidos.

---

<sup>(40)</sup> Necesidad Operativa de Financiación: Activo Corriente – Pasivo Corriente

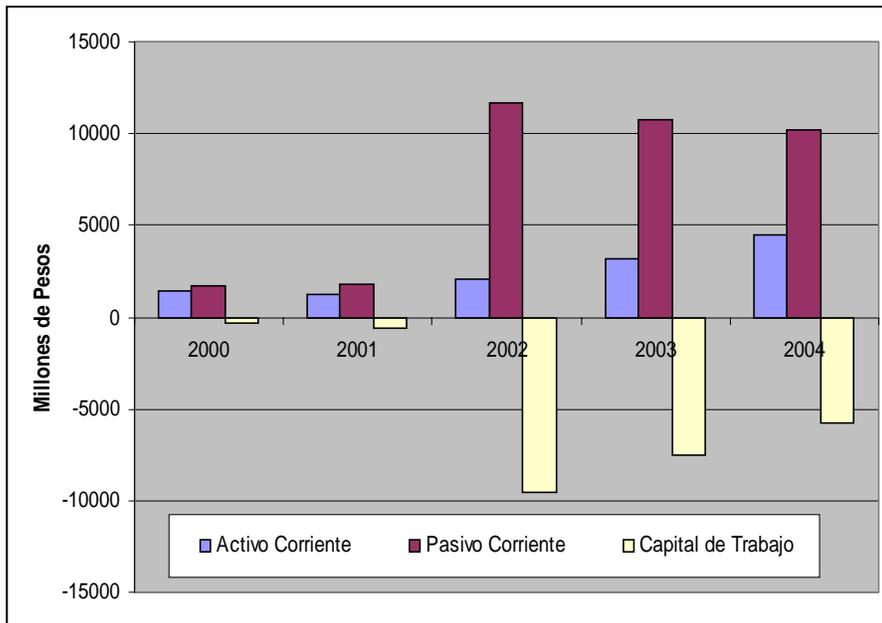


Gráfico 35 Telecom – Evolución del Capital de Trabajo

En lo que respecta al negocio de la telefonía fija podemos mencionar la dificultad de las restricciones de caja por el congelamiento de tarifas y por otro la existencia de capacidad instalada que ha implicado que una alta competencia por los clientes atente contra la recomposición de precios del sector. Por lo tanto la forma de generar caja en los grupos corporativos del sector es con el negocio de telefonía móvil que día a día generan nuevos clientes, pero siempre cuidando los enormes gastos derivados de la alta competencia.

Como podemos observar a lo largo del trabajo, en el **proceso** que se desarrolló con **posterioridad a la crisis del 2001** las actividades de las empresas no financiaron el mayor capital de trabajo y las inversiones a través de los mercados institucionales, como se propugna en los ámbitos institucionales y profesionales. La forma normal de financiar el crecimiento es a través del mercado de capitales, entendiendo por el mismo el sistema financiero, el mercado de bonos y el mercado de acciones. Estos dos últimos –bonos y acciones- no estuvieron disponibles para las empresas desde el 2001. En lugar de ello han debido reestructurar sus deudas a través de quitas o refinanciamiento de deudas, y en algún caso aportes genuinos de capital o capitalización de deudas.

## **8. BIBLIOGRAFÍA**

### **Libros**

- Myer, John N. – “Análisis de Estados Financieros”, Editorial Mundi SA, 2da Edición Bs.As. , Agosto 1975.
- Basagana, Eduardo J. y colaboradores – “Administración Financiera”, Editorial Macchi, 1era Edición, Bs. As., Octubre 1979.
- Rosenzvaig, Alfredo y colaboradores – “Análisis y Control Financiero”, Editorial Tesis, 1ra Edición, Bs. As., Septiembre 1983.

## Publicaciones

- BBVA Banco Francés S.A., Estados Contables al 31/12/2000, al 31/12/2001, al 31/12/2002, BCRA - [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar) – Sistema Financiero: tipo de entidades, al 31/12/2003, al 31/12/2004 y al 30/06/2005.
- Deloitte & Touche Corporate Finance S.A., “Banking – Newsletter de Novedades Financieras” Número 13, Agosto 2005.
- El Cronista, Finanzas & Mercados, “La dinámica de la industria de celulares”, por Ivana Recalde, Associate, Standard & Poors, 04/07/2005.
- Grupo Financiero Galicia S.A., Estados Contables al 31/12/2000, al 31/12/2001, al 31/12/2002, al 31/12/2003, al 31/12/2004 y al 30/06/2005.
- INDEC - [www.indec.mecon.ar](http://www.indec.mecon.ar) - Cuadro Sh\_comunicaciones 2 “Líneas instaladas, líneas en servicio y teléfonos públicos del servicio telefónico básico”
- Juan Minetti S.A., Estados Contables al 31/12/2000, al 31/12/2001, al 31/12/2002, al 31/12/2003, al 31/12/2004, al 31/03/2005.
- La Nación, Suplemento Economía & Negocios, “Acuerdos e inversiones”, 26/08/2005.
- La Nación, Suplemento Economía & Negocios, “El gran fenómeno de la telefonía móvil”, por Josefina Giglio, 04/09/2005.
- Ledesma Sociedad Anónima Agrícola Industrial, Estados Contables al 31/12/2000, al 31/12/2001, al 31/12/2002, al 31/12/2003, al 31/12/2004, y al 31/03/2005
- Molinos Río de la Plata, Estados Contables al 31/12/2000, al 31/12/2001, 31/12/2002, al 31/05/2003, 31/05/2004, al 31/05/2005.
- Polledo S.A.I.C. y F., Estados Contables al 30/06/2000, al 30/06/2001, al 30/06/2002, al 30/06/2003, al 30/06/2004 y al 30/06/2005.
- Telecom Argentina S.A., Estados Contables al 31/12/200, al 31/12/2001, al 31/12/2002, al 31/12/2003, al 31/12/2004 y al 30/06/2005.
- Telefónica de Argentina S.A., Estados Contables al 30/09/2000, al 31/12/2001, al 31/12/2002, 31/12/2003, 31/12/2004, 30/06/2005
- Telecom Argentina S.A. - Carta Información artículo 23° del Reglamento de Cotización 01/09/05 “Efecto estimado de la reestructuración de la deuda financiera de Telecom Argentina S.A.”