

## Inicio de cobertura

TELECOM ARGENTINA S.A (TECO2:BA)

### CONTINUA CON EL LIDERAZGO EN EL SECTOR

Desde Bergson Capital, iniciamos la cobertura de Telecom Argentina (NYSE:TEO/BCBA:TECO2) con una recomendación de compra y un rango de valoración entre de AR\$96 y AR\$150 por acción. Se ha llegado a la conclusión, que la valuación de la empresa en primer lugar se encontró levemente infravalorada debido a la incertidumbre regulatoria de los últimos años, pero en la actualidad, con los cambios realizados por el nuevo controlante y el nuevo regulador, le alcanza una valoración más alta debido crecimiento que tendrá la compañía en el mediano y largo plazo. Si bien el precio de mercado se encuentra dentro de nuestro rango de valoración, consideramos que no está reflejando todo el desarrollo y expansión que tendrá en el mediano y largo plazo.

Telecom hoy en valor mercado son 5,72x EBITDA, sumamente menor si tomamos en cuenta otras empresas comparables del sector y región. Y si la comparamos en el Merval, se encuentra en el ranking de las primeras cinco empresas con este múltiplo bajo.

Desde Bergson, tomamos muy en cuenta las ventajas competitivas, el Grupo Telecom posee una sólida participación de cuota de mercado en sus diferentes segmentos de negocio y se encuentra en una etapa de fuerte crecimiento. Donde los ingresos futuros dependen mayormente del ofrecimiento de nuevos servicios y el mejoramiento de los ya posicionados (internet móvil y telefonía fija) y no de un rápido crecimiento del número de clientes (como lo era en etapas anteriores). En este sentido, la compañía se encuentra invirtiendo fuertemente en esta nueva etapa. Vemos que Telecom, si bien enfrenta un mercado móvil maduro, posee fundamentos sólidos (drivers) de mediano y fundamentalmente largo plazo para justificar un aumento notable en su valuación.

### Stock Info

<b>Rating</b>	<b>COMPRA</b>
<b>Target Price</b>	<b>\$150</b>
<b>Sector</b>	<b>Telecomunicaciones</b>
<b>Industry</b>	<b>Telefonía celular</b>
<b>Price</b>	<b>\$80,00</b>
<b>52-W Price Range</b>	<b>52,24.00 - 84.00</b>
<b>Market Cap.</b>	<b>\$ 78.95 B</b>
<b>Enterprise Value</b>	<b>87,11 B</b>
<b>Avg. Daily Volume (30 días)</b>	<b>\$ 89.211,7</b>
<b>Float</b>	<b>218.20 M</b>
<b>P/E (TTM)</b>	<b>15.78</b>
<b>P/FCF</b>	<b>14,74</b>
<b>P/S</b>	<b>1,42</b>
<b>EPS (TTM)</b>	<b>\$5,17</b>
<b>Forward P/E</b>	<b>12,72</b>

### Rentabilidad / Solvencia

<b>Margen neto (TTM)</b>	<b>75,85%</b>
<b>Margen Operativo (TTM)</b>	<b>15,75%</b>
<b>Margen EBITDA (TTM)</b>	<b>27,45%</b>
<b>Margen Neto (TTM)</b>	<b>9,07%</b>
<b>Margen Neto (T)</b>	<b>13,35%</b>
<b>Ventas (TTM)</b>	<b>\$55.500.000M</b>
<b>Ventas/Acción (TTM)</b>	<b>\$57,28</b>
<b>Ventas Crec. YoY (T)</b>	<b>18,13%</b>
<b>EBITDA (TTM)</b>	<b>\$15.235.000M</b>
<b>Resultado Neto (TTM)</b>	<b>\$5.036.000M</b>
<b>EPS Basico (TTM)</b>	<b>\$5,17</b>
<b>EPS Crec. YoY (T)</b>	<b>111,39%</b>
<b>Deuda/PN</b>	<b>42,27%</b>
<b>Cobertura Intereses</b>	<b>530,83%</b>
<b>Indice Solvencia</b>	<b>1,80%</b>
<b>Indice Endeudamiento</b>	<b>124,34%</b>

## SUBA DE TARIFAS FIJAS (SIGUEN SIENDO DRIVERS)

Un aumento de la de tarifa fija a clientes no es en general una buena señal de la empresa. Sin embargo, en vista del congelamiento de precios que sufrió la compañía los últimos años, sí se ve como positivo el levantamiento de las restricciones antes impuestas por el regulador. Para cualquier negocio en Argentina es clave la capacidad de hacer frente al errático contexto inflacionario. A mediano plazo un crecimiento de ingresos dependerá del incremento en el tráfico de datos en los segmentos fijos y móviles, para ello la empresa en el último tiempo invirtió cerca de un 15% de las ventas en infraestructura para hacer frente al crecimiento que propone (compra de espectro, ampliación de la red 4G y mejora de la red de internet fija). Y en segundo lugar la posibilidad de ofrecer contenidos audiovisuales (*triple-play*) implicaría un crecimiento en sus ingresos en el mediano plazo.

## VALUACIÓN (EV/EBITDA)

Si tomamos en cuenta EV/EBITDA de Telecom, encontramos que se ubica por debajo de sus competencias regionales. Y sumado a esto creemos que a compañía debería cotizar más cercano o superior a sus comparables dado que, a juicio de Bergson, posee mejores perspectivas de crecimiento y desarrollo.

Nuestra hipótesis se basa en considerar que el atraso regulatorio imposibilitó expandir en mayor medida el segmento de internet fija y móvil en argentina. Tanto el cambio en las posibilidades de tarificación ya mencionadas, como la licencia otorgada a la compañía habilitándola a prestar servicios audiovisuales a partir de enero del 2018 fortaleces la idea de que la empresa se encuentra hoy subvalorada.

Más adelante se muestra cómo al introducir esta nueva información a la valoración de la empresa la estimación es mayor respecto a la realizada en un análisis preliminar.

Complementamos este análisis con un ejercicio de valuación relativa y otro en base a un *target* teórico del ratio EV/EBITDA.

## OLIGOPOLIO DE TELECOM

El grupo Telecom participa en un Oligopolio (en griego "pocos vendedores"), en lo que respecta a telecomunicaciones (fijas y móviles) para la Argentina. Frente a esto, la empresa sabe que cuenta con un margen de libertad de acción dadas las altas barreras a la entrada para potenciales competidores pero sin dejar de competir, al menos en algún grado, con uno o más oferentes.

Las empresas del sector compiten ofreciendo "menor costo por usuario", que es algo más específico que "precios más bajos". Siempre sujetos por el Artículo 48 de la Ley 27.078, a cobrar lo suficiente para cubrir los costos de explotación (están prohibidos los precios predatorios o dumping).

## Efectividad del Management

<b>Rotación de activos (TTM)</b>	<b>122,34%</b>
<b>Plazo Cobro Cred. (T)</b>	<b>51,16</b>
<b>Días en Inventario (T)</b>	<b>20,61</b>
<b>Plazo de pago de deuda (T)</b>	<b>154,95</b>
<b>ROA (TTM)</b>	<b>11,10%</b>
<b>ROE (TTM)</b>	<b>25,95%</b>
<b>ROIC (TTM)</b>	<b>17,69%</b>
<b>Ventas Crec. YoY (T)</b>	<b>18,13%</b>
<b>EBITDA (TTM)</b>	<b>\$15.235.000M</b>
<b>Resultado Neto (TTM)</b>	<b>\$5.036.000M</b>
<b>Prueba Ácida</b>	<b>0,94</b>
<b>Plazo cobro de creditos (T)</b>	<b>51,16</b>
<b>Descalce Comercial</b>	<b>0,33</b>
<b>FCF (TTM)</b>	<b>\$5.539.00M</b>

## 2013/2017 - APROBACIÓN DE VENTA Y OPA

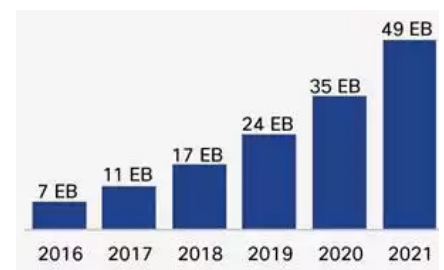
En 2013, Fintech Advisory hizo una oferta pública por USD 960 M para comprar la participación de Telecom Italia en Telecom. Fintech compró Telecom Argentina a través de las acciones de Sofora Telecomunicaciones, Nortel Inversora y Tierra Argéntea S.A, originalmente propiedad de Telecom Italia. El 7 de marzo del 2016, la autoridad nacional de comunicaciones (ENACOM) informó a las partes relacionadas la autorización de venta. El 8 de marzo, del mismo año, Telecom Italia International N. V. Y Tierra Argéntea S.A transfirieron las acciones correspondientes al 51% de la participación mayoritaria en Sofora Telecomunicaciones S.A a Fintech Telecom LLC. Luego Fintech Telecom LLC anunció su intención de realizar una oferta pública por el *float* restante de acuerdo con las normas locales. Fintech ofreció un precio de AR\$46 (USD14,74 por ADR), por cada acción clase “B”. El viernes 22 de Julio, al cierre de mercado, Fintech informó que modificó el precio ofrecido a AR\$59,66 por acción y USD19,62 por ADR). La oferta de compra debe ser autorizada por la CNV y la comisión nacional de defensa de la competencia, los cuales pueden pedir argumentos en contra al precio ofrecido como sucediera recientemente en otras OPAs vigentes. Entendemos como muy probable que la CNV apruebe la OPA ante el incremento en el precio ofrecido por Fintech (29% mayor que la anterior). Si bien reconocemos que el precio pagado se encuentra dentro del rango de valuación, consideramos que no genera los incentivos suficientes para ingresar a la oferta. El riesgo actual para el inversor radica en la reducción del *float* si la OPA tiene gran aceptación. Los Werthein se van de Telecom, reducen sus acciones y salen del Directorio.

Bajaron su parte del 32% al 15% en la sociedad controlante. Renunciaron a sus cargos en las firmas de la operadora. Adrián Werthein completo un paso clave para su salida del capital del Grupo Telecom. Como estaba previsto desde que anunció a mediados de marzo, se concretó la amortización del 17% del capital que los empresarios argentinos poseen en Sofora, la sociedad controlante de la operadora telefónica.

## TRAFICO DE GLOBAL DE DATOS MOVILES 2016-2021

### 47% CARG (2016-2021)

Se espera que el trafico de datos móviles a nivel global crezca hasta 49 Exabytes por mes para el año 2021, lo que indica que el trafico móvil crecerá a una tasa anual compuesta del 47% hasta el 2021.



Fuente: Cisco VNI móvil de 2017

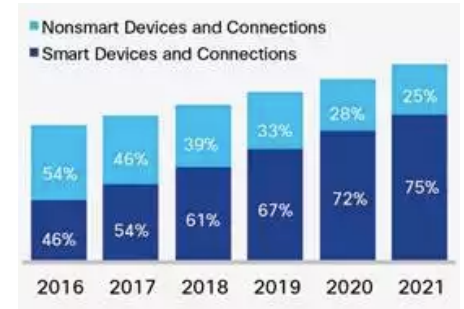
Fintech, liderado por el empresario mexicano David Martínez, tomo el control de Telecom hace un años de manos de la italiana Telecom Italia. Telecom y su filial Personal están controladas por la firma Sofora, en la que Fintech tiene un 68% y el grupo Wertheim mantenía el restante 32%. Esa sociedad, a su vez, posee de manera indirecta el 54,74% de Telecom, mientras que un 25% esta en poder del ANSES y el resto cotiza en bolsa. Fintech y Wertheim habían acordado una salida escalonada del capital de Telecom por parte del grupo argentina. En el 2017 se concreto el primer paso, con el 17% y faltaría otro tramo para el 15% restante. Cuando finalice, Fintech tendrá el 100% de Sofora.

Telecom gano \$1.955 millones en el primer trimestre de 2017 (1Q17) un crecimiento interanual del 111,4%, y además esta reorganizando su estructura societaria, este proceso terminara este año y pasara a simplificar su estructura accionaria. Absorberá Sofora, Nortel y Personal.

Como comentábamos mas arriba, el primer paso en la retirada de los Wertheim dio como resultado la salida de los directores que la familia tenia en diferentes sociedades y presentaron sus renuncias. La familia argentina había entrado en 2003 en Telecom, bajo la presidencia de Néstor Kirchner.

### CRECIMIENTO GLOBAL DE DISPOSITIVOS INTELIGENTES Y CONEXIONES

8% CARG (2016-2021)



Billions of Devices. (Los porcentajes se refieren a dispositivos y conexiones)

Fuente: Cisco VNI móvil de 2017

## NUEVO REGULADOR GENERA IMPACTO POSITIVO Y NEGATIVO

Durante los últimos meses se sucedieron diversas noticias relacionadas directa e indirectamente a Telecom. Por un lado la fusión con los antiguos reguladores AFTIC y AFSCA en el Ente Nacional de Comunicaciones (ENACOM) que inicio sus actividades con una entusiasta toma de decisiones. En pocos meses se aprobaron las compras de Nextel y Telecom que habían sido rechazadas por el antiguo regulador (AFTIC). A su vez, el ENACOM prohibió por tres años a las empresas de Telefonía ofrecer servicios audiovisuales e impulso la competencia modificando la regulación sobre operadores virtuales móviles.

Consideramos que la creación de ENACOM debería mejorar las perspectivas de la industria. Sin embargo, creemos que los cambios realizados hasta ahora nublan las perspectivas de corto plazo en las telefónicas. En nuestra opinión, la prohibición para ofrecer servicios audiovisuales afecta mas a las empresas de telecomunicaciones que a los operadores de cable ya que nuevamente las telefónicas tendrán que esperar otros dos a tres años para ofrecer los servicios audiovisuales.

En conclusión, hay aspectos positivos y negativos en la confirmación reciente aunque esperamos que el nuevo regulador, mas enfocado con la convergencia tecnológica, facilite el desarrollo de la infraestructura de todo el sector.

## PASO LIBRE PARA AUMENTAR LAS TARIFAS

Telecom informaba en el balance anual del 2015 que aumentaría los costos del abono de telefonía fija a AR\$38 mas impuestos en mayo del mismo año, lo que representaba un 186% de aumento. Los servicios de telefonía fija representaban en aquel año el 7% de los ingresos totales de Telecom Argentina. Las tarifas telefónicas fijas regionales son aproximadamente ocho veces las tarifas cobradas en Argentina. Estimamos que es muy probable que las empresas lleven el aumento de la tarifa en el 2016-2018 a cerca de la mitad de la diferencia entre el valor pagado aquí y en la región. Este mismo aumento impacta directamente en el EBITDA, ya que no representa ningún aumento en los costos.

## TESIS DE INVERSIÓN

Telecom Argentina posee una solida posición competitiva en un negocio rentable que le ha permitido generar consistentemente flujos de caja positivos aun luego de las inversiones y de la distribución de dividendos. Si bien creemos que en el corto plazo no plantea una gran perspectiva de crecimiento, somos optimistas sobre la evolución de la empresa en el mediano y largo plazo. El retraso que tuvo nuestro país en el desarrollo de internet móvil y fija coloca a Telecom en una mejor posición que sus pares regionales. A su vez, a mediano plazo existen otras oportunidades a aprovechar como el triple play. La empresa se encuentra invirtiendo de cara a esta nueva etapa por encima del 15% de sus

ingresos en el 2016 y \$1.678 millones durante el primer trimestre del 2017, un (11,8%) menos que el primer trimestre del 2016 (\$1.900).

Creemos que el valor actual de la compañía no refleja estos hechos y por ende debería ser al menos similar a la cotización de sus pares regionales.

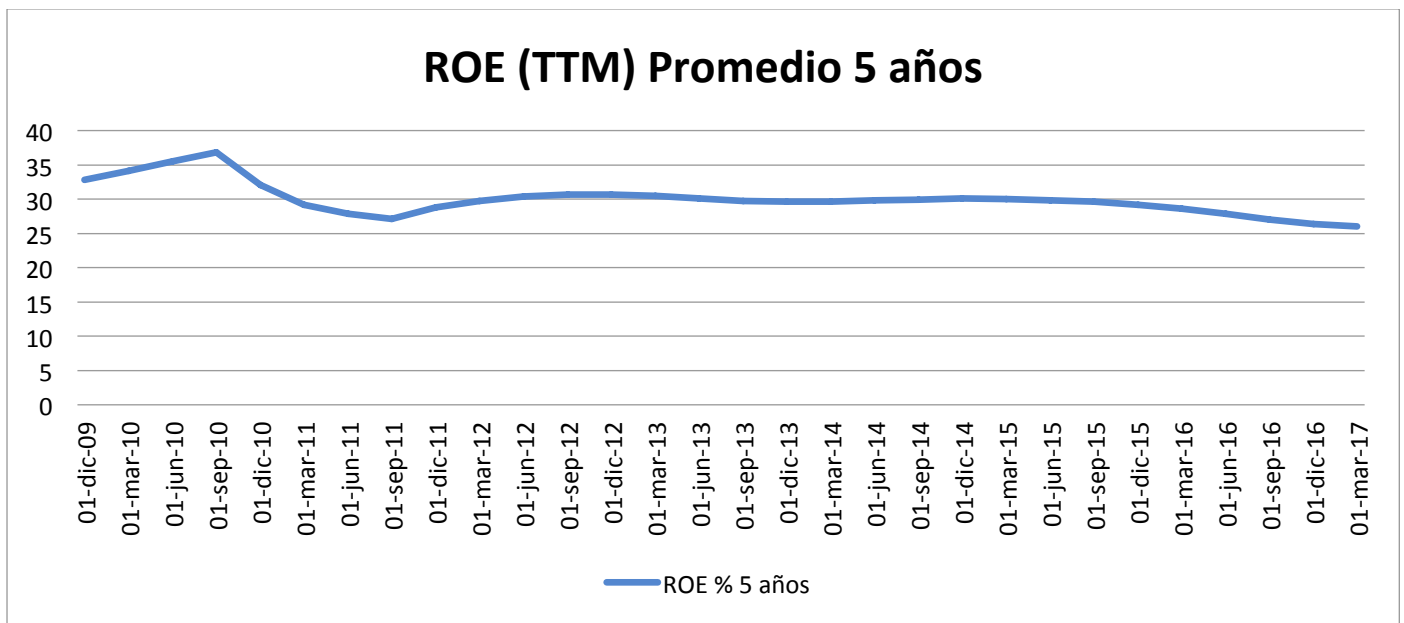
Nuestro precio objetivo se basa en un modelo de flujos de caja libre estimados para un periodo de cinco años y descontados al costo promedio de capital (WACC). Complementamos este análisis con nuestro enfoque por múltiplos, en el ratio EV/EBITDA para comparar a la compañía con una muestra de las principales compañías de telecomunicaciones de la región.

Desde una perspectiva a largo plazo, creemos que Telecom Argentina es un buen vehículo de inversión para invertir en la industria local de las telecomunicaciones siendo una empresa estable, con buena tradición de generación de fondos, financiamiento de CAPEX y distribución de dividendos.

En resumen, creemos que Telecom no muestra grandes posibilidades de incrementos de ingresos en el corto plazo, aunque las inversiones a realizar y el ingreso de nuevos negocios podría generar mejores perspectivas a mediano y largo plazo. Por ejemplo: Triple Play, mayor crecimiento de internet fija, nuevos negocios de internet móvil, (M2M, servicios financieros, etc.) además del continuo incremento de consumo de datos móviles.

## RETORNO SOBRE PATRIMONIO NETO

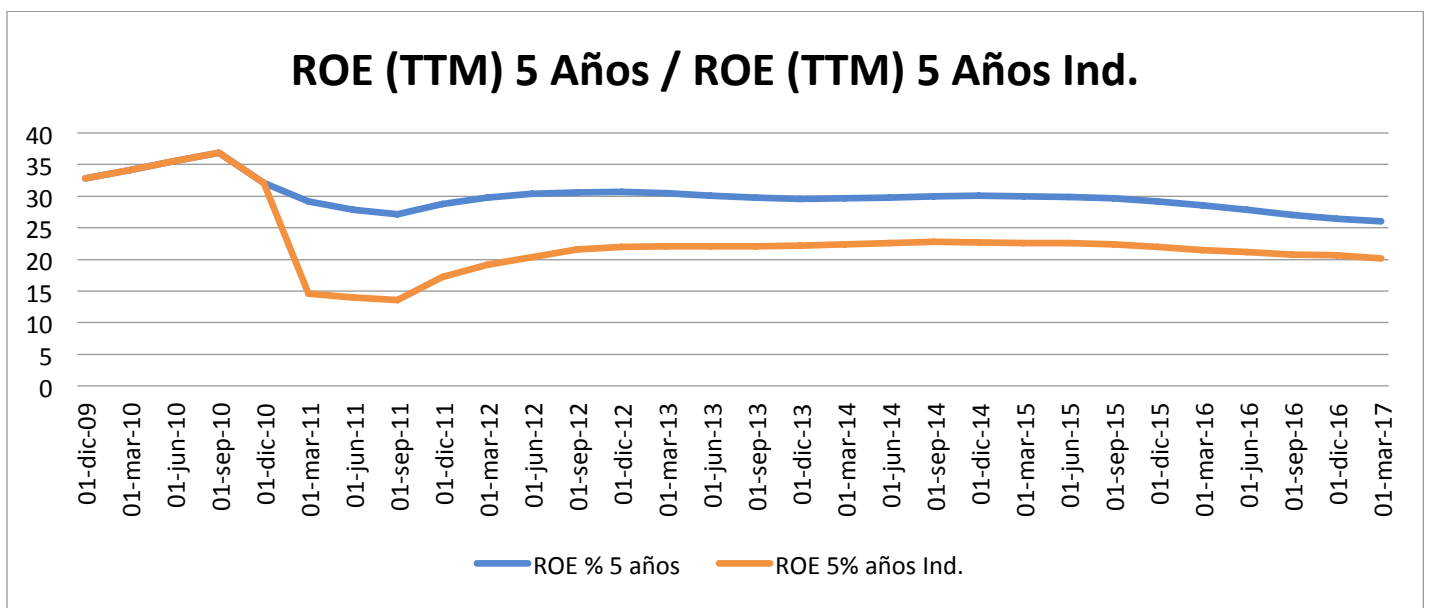
Empezamos analizar el ROE (Return on Equity o Retorno sobre patrimonio neto) tomando en cuenta un promedio de los últimos cinco años y así comparar la evolución del mismo. Lo primero que se observa es una disminución desde el año 2011 hasta la fecha (1Q17), pasando de ser el 30% a ser 26,02% en la actualidad.



Lo que significa que las ganancias de la compañía eran del el 30% del patrimonio neto o que obtenía

patrimonio neto en el primer trimestre del 2017. De todas maneras, pese a reducirse un 16,67% el ROE (pasando de 30% a 26%) se logra concluir que la empresa ha mantenido un promedio estable de rentabilidad sobre los accionistas.

Luego de ver como se ha sido su rentabilidad de los fondos propios de la compañía (ROE) pensamos que era conveniente analizarlo, pero frente a la competencia. Para esto tomamos las rentabilidades históricas de Telecom (TECO2.BA) y Telefónica (TEF.BA) para establecer una media de rentabilidad. Producto de esto mismo, se pudo observar que hasta el año 2010 se movían en sintonía, y a partir de ese mismo año, Telecom se ha mantenido por encima de la media de la industria.



Si bien, la compañía Telecom ha reducido su ROE un 16,67% desde el 2011, aun así, se encuentra muy por encima de la competencia y/o industria. Este mismo grafico nos deja determinar que Telecom es 29% mas rentable que la competencia. (26,02% vs. 20,17%).

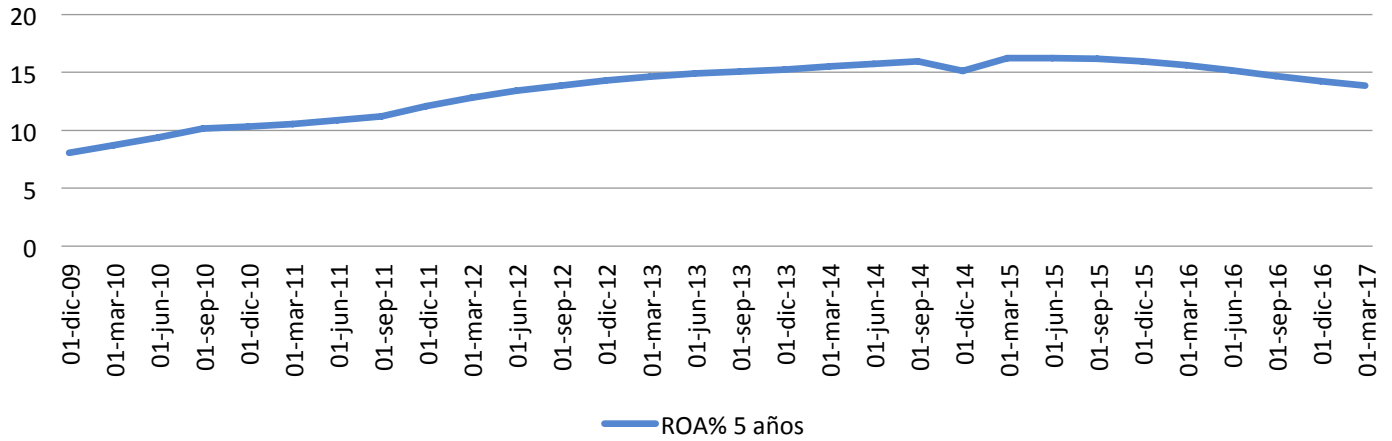
## RETORNO SOBRE ACTIVOS

En este apartado, analizaremos el ROA (Return on Assets o Retorno sobre activos) nos permite saber cuan rentable es Telecom en relación al total sus activos, es decir, en relación a la totalidad de los bienes y derechos que posee. Esto mismo nos invita a evaluar que tan eficiente es el management de la compañía para generar ganancias con los activos que posee.

Para esto mismo, realizamos un promedio de los últimos 5 años y así evaluar el desempeño que tuvo durante los últimos años. En este caso, hemos analizado desde el año 2009 hasta la actualidad, es decir, hasta el primer trimestre del 2017 (1Q17).

A continuación se detalla en el grafico.

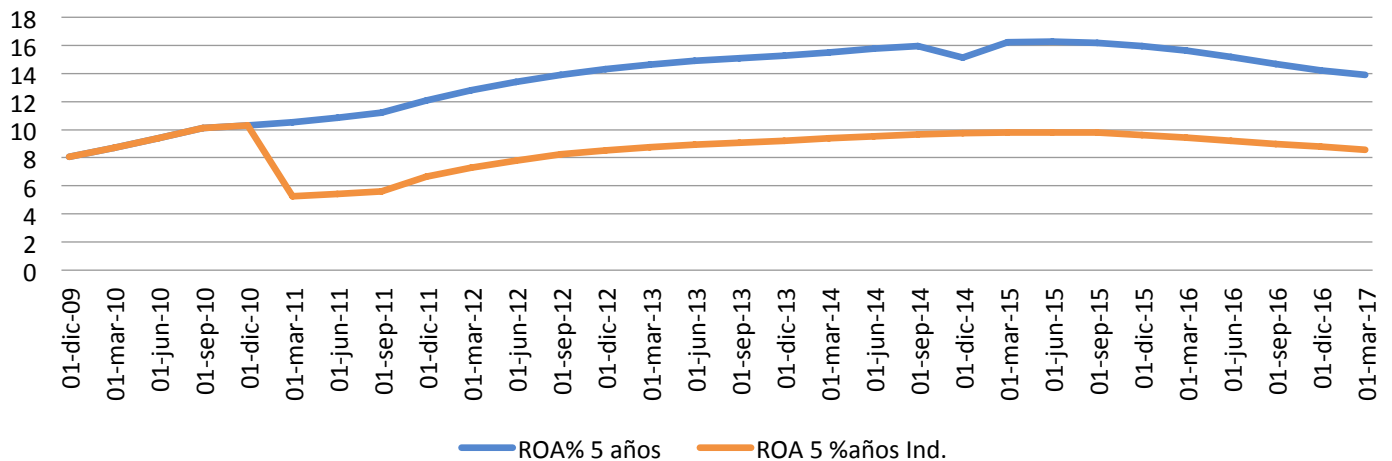
## RETORNO SOBRE ACTIVOS (TTM) % 5 AÑOS



La evolución desde el año 2009 ha sido positiva, han aumentado el retorno sobre activos pasando de 8,06% en 2009 a 13,8% al primer trimestre del 2017 (1Q17).

Ahora como analizamos el ROE anteriormente, analizaremos el ROA frente a la industria para ver como ha sido su desempeño.

## ROA (TTM) 5 años / ROA (TTM) 5 años Ind.



Se observa nuevamente una ventaja sobre la industria. Para el primer trimestre (1Q17) el retorno de los activos promedio de la industria era de 8,55%, y cuando la de Telecom era 13,88%. Una diferencia del 62,34%.

Otro dato que es mera importancia, es la capacidad de entregar un mayor retorno al accionista del que recibe la compañía.



## RIESGOS DE LA INVERSIÓN

Riesgos de nuestra inversión: 1) recesión o inflación mayor a la esperada podría restringir el crecimiento de clientes y a su vez perjudicar la rentabilidad mas de lo esperado 2) el ingreso de operadores virtuales podría perjudicar la cuota de mercado de Telecom mas allá de lo esperado 3) Incertidumbre por la resolución de la OPA y venta de acciones de Telecom Argentina por parte de ANSES que podría reducir considerablemente el FLOAT.

## VALUACIÓN POR FLUJOS DESCONTADOS

Nuestro modelo base supone tasas de crecimiento menores a las históricas en clientes móviles en Argentina, tasas de crecimiento positivas en banda ancha fija y tasas de crecimiento negativas en líneas fijas en servicios para 2017 y 2018. Después de estos dos años de transición, asumimos leves mejoras en la tasa de crecimiento anual de los clientes. Para ser conservadores esperamos que los clientes de Telecom Personal crezcan a tasas bajas (menores al pasado reciente) y que el ARPU móvil crezca por debajo de la inflación para los próximos dos años. Sin embargo, esperamos que las ventas de internet fija si evolucionen en línea o superior a la inflación.

Consideramos que los salarios, los costos de administración y comercialización (VGA) seguirán a la inflación local, que a nuestro juicio seguirá siendo alta en los siguientes trimestres, pero con una tendencia descendente. Asumimos que el CAPEX representara el 15% de las ventas en los próximos cinco años y que la deuda aumentara para financiar las necesidades de inversión en los distintos segmentos.

## VALUACIÓN RELATIVA

Llevamos a cabo nuestro ejercicio de valuación relativa en base a múltiplos promedio de EV/EBITDA de empresas comparables. Para nuestra muestra de comparables seleccionamos las principales pares de la región. Creemos que los comparables de la región enfrentan limitaciones de crecimiento similares a TEO, ya que se encuentran en mercados con un nivel de madurez similar (en términos de penetración de clientes) y esquema de tipo de clientes móviles (predomina el prepago al postpago).

Comparamos TEO con dos empresas Brasileñas, una empresa Chilena y otra empresa Mexicana. Decidimos seleccionar: 1) América Móvil de México (Claro), 2) TIM Brasil (filial de Telecom Italia), 3) VIVO (filial de Telefónica de España) y 4) Entel Chile. En base a nuestra estimación de EBITDA obtenemos un precio objetivo aplicando a la mediana de la muestra del ratio EV/EBITDA. TIM Brasil es la filial brasileña de Telecom Italia Mobile (TIM posee el 67% de la compañía) Claro es 100% propiedad de América Móvil y VIVO es 100% propiedad de la española Telefónica. América Móvil (NYSE: AMXL) es una empresa mexicana que tiene presencia en casi todos los países de América del norte, América central y América del sur y en Europa. Si bien es una compañía de un tamaño mucho mayor que TEO, creemos que los ratios de esta empresa nos pueden dar una cierta guía para obtener una valuación relativa. Entel de Chile es una empresa integrada con gran preponderancia de ingresos provenientes del segmento móvil. Sus ingresos proceden 77% del segmento móvil (64% Chile y 13% Perú), 20% del segmento fijo y 3% de otros ingresos.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Telecom Argentina es una compañía que proporciona servicios de telecomunicaciones móviles y fijas en Argentina y Paraguay. Posee licencias para ofrecer servicios de telecomunicaciones de línea fija en Argentina por tiempo indeterminado. A su vez ofrece servicios de comunicaciones móviles en Argentina y Paraguay a través de sus subsidiarias Personal y Núcleo.

Desde la promulgación de la ley de emergencia pública en el año 2000 se mantuvieron congeladas las tarifas del segmento fijo hasta la actualidad (2016). Dentro de este contexto, las empresas del sector focalizaron sus inversiones en el segmento móvil que no posee restricciones de ajuste de tarifas. El negocio móvil representa el 75% de sus ingresos en el año 2016 (25% en el año 2000) y alrededor del 72% del EBITDA en el año 2015. No obstante, los servicios fijos son todavía un segmento relevante (23% del EBITDA 2016), que representa en mayor medida el negocio de internet fijo y en menor medida servicios de telecomunicaciones fijas. En relación a este último punto, un ajuste de la tarifa fija a valores pagados en países de la región (al menos 4 veces la tarifa actual) tendría un impacto significativo en las ventas.

## POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Telecom no tiene una política formal de dividendos, la distribución de dividendos se determina por mayoría simple en una asamblea general de accionistas. En el siguiente cuadro detallamos las distribuciones de dividendos más recientes.

Año Fiscal	Monto AR\$ Mn	Dividendos por Acción AR\$	Precio Teco2	Dividend Yield
FY00	213.6	\$ 1,30	\$ 1,81	12%
FY09	1.053	\$ 0,70	\$ 20,00	5,40%
FY10	915	\$ 0,82	\$ 18,95	4,80%
FY11	819	\$ 0,93	\$ 18,95	4,40%
FY12	1000	\$ 1,03	\$ 29,80	3,50%
FY13	1.201	\$ 1,24	\$ 48,00	2,60%
FY14	804	\$ 0,83	\$ 50,50	1,64%
FY15	700	\$ 0,72	\$ 50,00	1,45%
FY15	1.300	\$ 1,32	\$ 54,35	2,43%

## MODELO DE NEGOCIOS

El modelo de negocios de una operadora de servicios de telecomunicaciones se basa en obtener licencias y realizar inversiones en infraestructura para brindar diversos servicios de comunicación. Luego, incrementar la cantidad de clientes hasta lograr una saturación de mercado tal que el crecimiento de ingresos provenga más del aumento en el uso de los servicios que el crecimiento de usuarios.

En nuestro país, el mercado de telecomunicaciones móviles ya se encuentra en esta segunda etapa. El mercado móvil llegó a un nivel de madurez (saturación) donde el crecimiento de clientes es vegetativo y los ingresos por servicio de valor agregado (o nuevos servicios) determinan el crecimiento

de los ingresos. En el segmento voz fija, dado el contexto de precios regulados y la obsolescencia tecnológica, el mercado dirige sus inversiones al crecimiento de internet fija. Telecom invierte para ampliar la oferta de servicios de su red fija y móvil, con foco en el aumento del consumo de volumen de datos de internet. La empresa apuesta a la convergencia tecnológica y el aumento de servicios: IPTV (televisión por internet), M2M (machine to machine, automatización e interacción de sistemas), servicios de infraestructuras comunes de Telecomunicación (utilización común de servicios de fibra óptica) y computación en la nube entre otras.

Telecom desarrolla sus actividades principalmente en tres empresas, en dos segmentos de negocio:

Servicios fijos de voz, datos e internet (26% de los ingresos): Telecom Argentina S.A presta servicios de telefonía fija, telefonía pública, larga distancia nacional e internacional, acceso a internet, servicios TIC y soluciones de valor agregado entre otros servicios.

En el negocio de internet fija Telecom posee la marca “Arnet”, que basa su estrategia comercial en ofrecer paquetes de servicios combinados a descuento. El crecimiento en este segmento fue impulsado principalmente por el aumento en la venta de paquetes de servicios mensuales (telefonía fija mas banda ancha y llamadas a teléfonos móviles, fijos, etc.) Dentro de este segmento Telecom presta servicios a empresas como soluciones convergentes que integran voz, datos, internet, multimedia, tecnología de la información para aplicaciones fijas y móviles. Este segmento representa aproximadamente el 10% de los ingresos y tiene la particularidad de contratarse con cláusulas de ajuste por tipo de cambio (dólar-linked) .

Servicios móviles (74% de los ingresos) Telecom Personal en Argentina y Núcleo en Paraguay, prestan servicios móviles en redes GSM, 3G y 4G (servicios de comunicación inalámbrica, videoconferencia, streaming y correo corporativo entre otros servicios). A su vez, estas empresas también comercializan dispositivos de comunicación inalámbricos como teléfonos celulares, módems y puntos de conexión inalámbrica a internet.

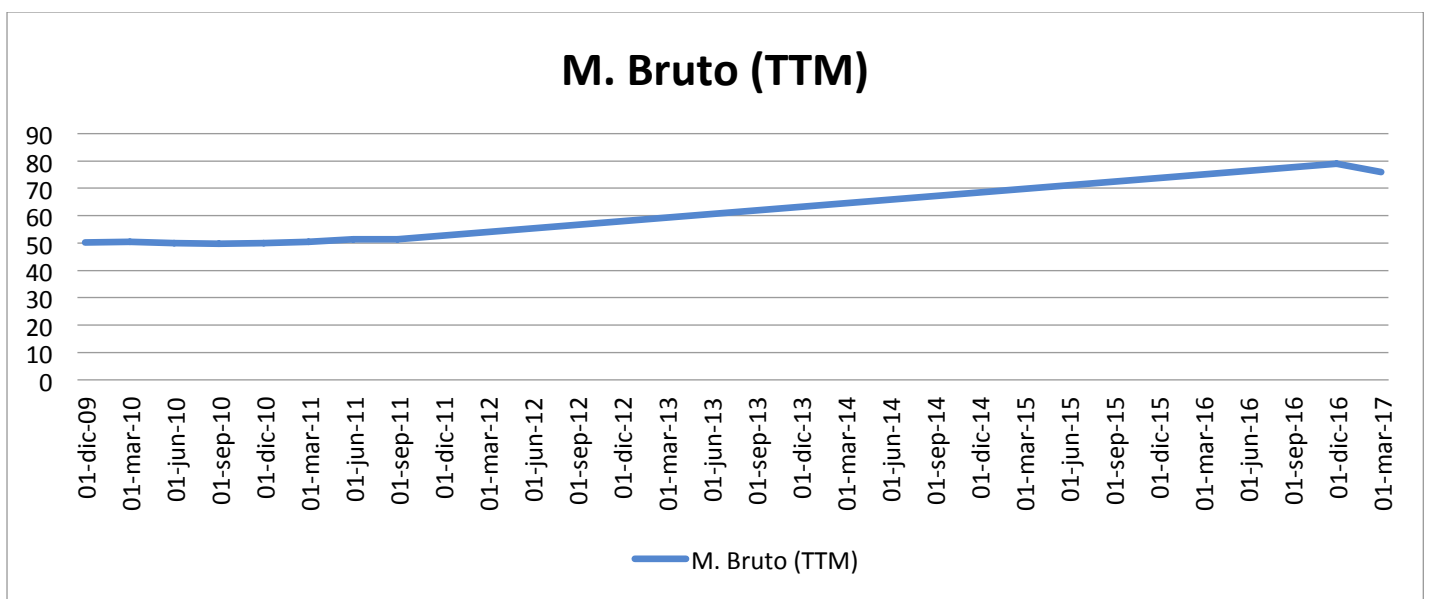
La estrategia comercial en este segmento contempla ofrecer una cartera de planes de servicios con una variedad de promociones segmentadas. En los últimos años, la compañía ha promovido el aumento del uso de teléfonos inteligentes (Smartphone) a través de su base de clientes para fortalecer el uso de datos e internet.

## ESTRUCTURA DE COSTOS

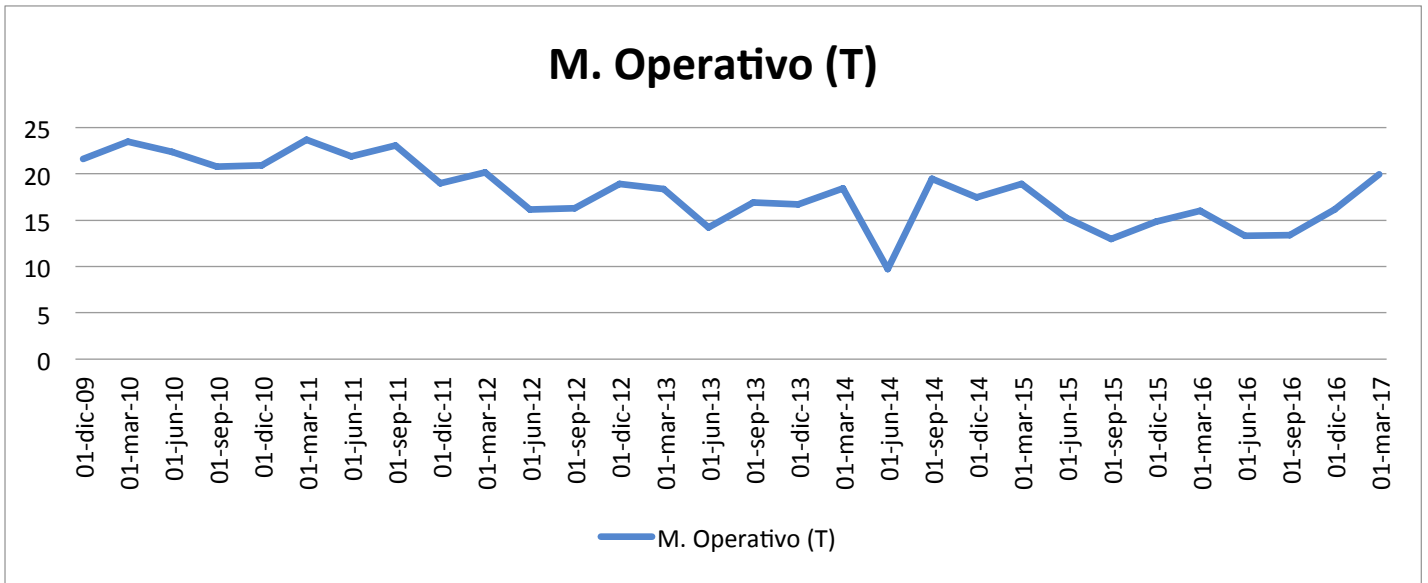
Como sucede en otras industrias, la elevada inflación local y cierta dificultad para incrementar precios han afectado los márgenes. A pesar de ello, la rentabilidad se ha mantenido a un nivel saludable en los últimos años. Uno de los principales costos es la mano de obra que representa cerca de un 30% de los costos (70% de la fuerza laboral de la compañía esta sindicalizada), junto con los cargos por depreciación (aproximadamente 15% de los costos totales) costo de celulares (14%) y comisiones por ventas (9%).

## MÁRGENES

En primer lugar, empezaremos con el margen bruto, será analizado desde el año 2009. Este mismo ratio nos permite evaluar a la compañía para saber el porcentaje sobrante de las ventas, una vez descontados los costos directos de los bienes y/o servicios vendidos. Sin un margen bruto adecuado, una empresa no podría costear sus gastos operativos, poniendo en duda la viabilidad de continuar las actividades. En el caso de Telecom, lo primero que observamos es que no solo se ha mantenido por encima del 50% sino que ha mejorado cada año hasta situarse en 75,85% (1Q17). Esto mismo significa que por cada peso de ventas, la compañía se queda con \$0,75 luego de pagar los costos.

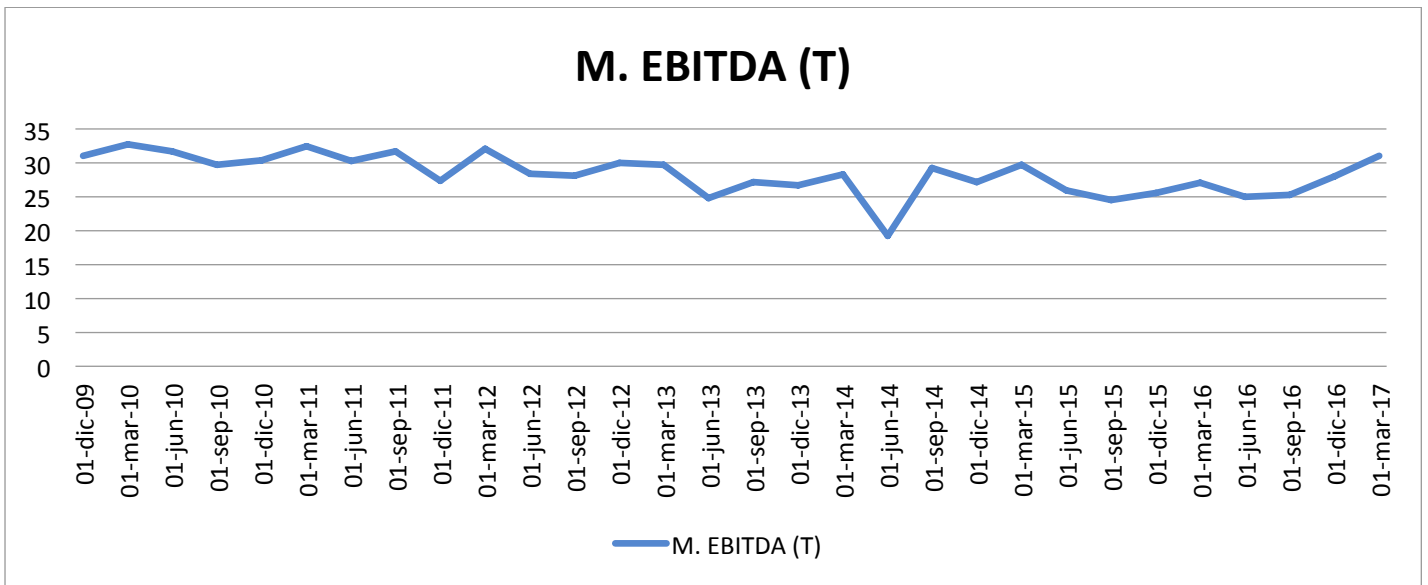


Luego de ver la evolución del margen bruto, nos iremos al margen operativo. Este mismo nos mide el porcentaje que queda de las ventas luego de pagar los costos directos (costos de ventas) y los costos indirectos (gastos de comercialización, administración y otros costos operativos) es decir luego de pagar todos los costos variables. Este mismo ratio, también puede ser útil para medir el riesgo financiero, ya que con un margen operativo alto le permite a la compañía tener mas holgura de pagar costos fijos, como por ejemplo intereses sobre deuda.



Vemos como desde el año 2009 se empezó a reducir, llegado a 9,72% en segundo trimestre del 2014 (2Q14), a partir de esa misma fecha la compañía a empezado recuperar nos niveles de años anteriores, para situarse en el primer trimestre del 2017 (1Q17) en 19,95%.

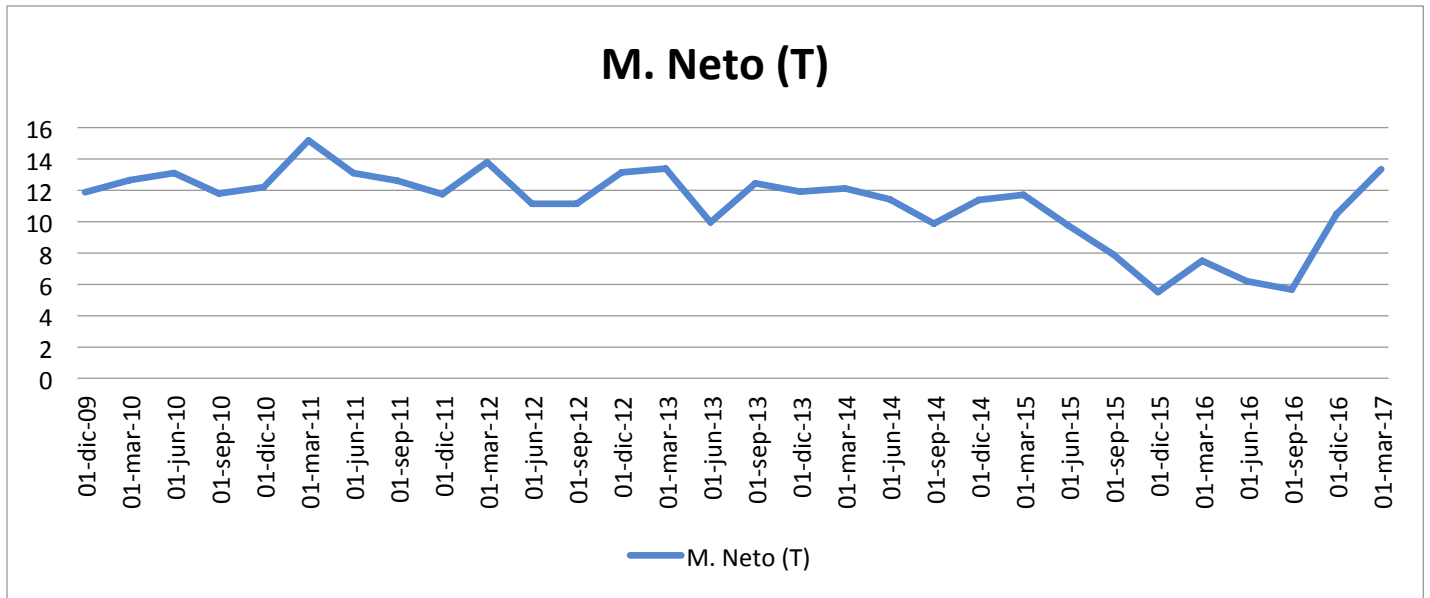
Para complementar el grafico anterior, analizaremos el margen EBITDA para ver la rentabilidad operativa de la compañía. Este mismo ratio nos ofrece tener una mejor aproximación de la performance del negocio –relativo a las ventas- antes de ajustar por la estructura de capital (Deuda vs. Equity).



Desde el año 2009 ha mantenido un margen EBITDA en orden al 30%, lo que significa que por cada peso de ventas, la compañía se queda con \$0,30 luego de pagar los costos asociados a la misma, sin tener en cuenta las amortizaciones y depreciaciones como parte de esos costos.

Luego de esto mismo, nos iremos al margen neto, ya que analizar esta medida es de extrema importancia para evaluar la rentabilidad de la compañía y, por transitividad, el valor de la misma. Comparar el resultado neto con las ventas en un periodo determinado de tiempo, nos permite conocer en concreto, que porcentaje de aquellas se terminan transformado realmente en ganancias. Por otro

lado, analizar la evolución histórica de esta métrica es de suma utilidad a la hora de estimar ganancias futuras, ya que, conociendo la tendencia a largo plazo de este ratio, basta con poder estimar las ventas futuras para tener una aproximación de las ganancias.



Poder analizar cada ratio por separado, nos sigue llevando a la conclusión que después de la incertidumbre en la regulación de las tarifas, la compañía empieza una nueva etapa aumentando su rentabilidad y expandiendo sus servicios a un mejor coste.

## CAPEX

La estrategia de inversión en infraestructura consiste en incrementar la capacidad y calidad de las redes fijas y móviles. Aproximadamente el 15% de los ingresos se destinan a inversiones en infraestructura (en mayor medida del segmento móvil). El mayor proyecto actual es incrementar la red 4G. A la fecha, la empresa informó que posee antenas activas en 402 localidades en Argentina. El proyecto de ampliación de la red 4G se basa en dos ejes: primero mejorar sus antenas para que puedan soportar las redes 2G, 3G y HSDPA+ y en segunda término expandir la red de fibra óptica para soportar las redes fijas y móviles.

Telecom presentó el balance del primer trimestre del año (1Q17) anunciando unas inversiones para este año de 13.000 millones. La compañía está mejorando sus redes fijas y móviles 4G.

Dicho anuncio fue realizado por el CEO de la compañía, German Vidal, como parte de los 40.000 millones de inversiones previstos para el periodo 2016-2018.

Consolidar el liderazgo con una plataforma convergente de servicios, fueron las palabras.

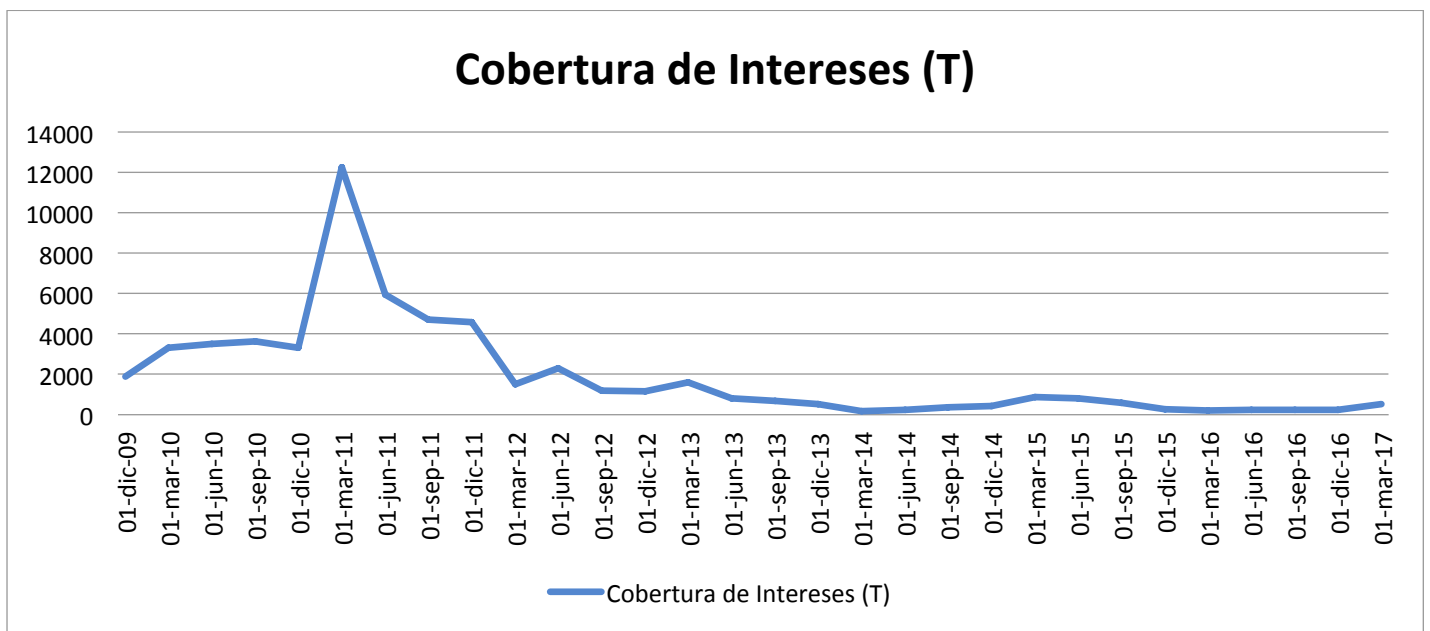
En dicho trimestre la empresa invirtió \$1.678 millones, frente a los \$1.900 millones del mismo periodo del año pasado (11,8%) menos, sin contar el impacto inflacionario. Estas inversiones estuvieron enfocadas al despliegue de la red 4G de Personal, que ya está disponible en 826 localidades de todo el país. En este mismo trimestre, las ganancias netas de Telecom tuvieron un crecimiento interanual

del 111,4%, alcanzando los \$1.955 millones, apalancados por la revalorización del peso frente al dólar. Casi la mitad de las ventas totales, se deben al fuerte incremento de internet móvil .Se empieza a notar una clara tendencia de crecimiento sostenido y eficacia operativa en los costos. En el año 2016, Telecom redujo 400.000 líneas móviles (-2,1% de su base de clientes) cayo 4,2% la cantidad de accesos de banda ancha y se dio de baja 2,9% las líneas de servicio de telefonía fija.

## ENDEUDAMIENTO

Al primer trimestre el 2017, la deuda financiera total de Telecom ascendía a AR6.746mn. Esta deuda corresponde casi a su totalidad a Telecom Personal y consta mayoritariamente de adelantos en cuenta corriente y prestamos de corto plazo. A su vez Telecom Personal posee emitidas dos series de obligaciones con vencimiento en 2017 y 2018 por ARS713mn. Actualmente la empresa se encuentra en tratativas avanzadas para obtener un préstamo por USD500mn con el Banco Mundial (International Finance Corporation) para destinarlo al CapEx del periodo 2016-18. Según consta en la pagina web de la institución, el proyecto se encuentra aprobado quedando pendiente la firma del mismo.

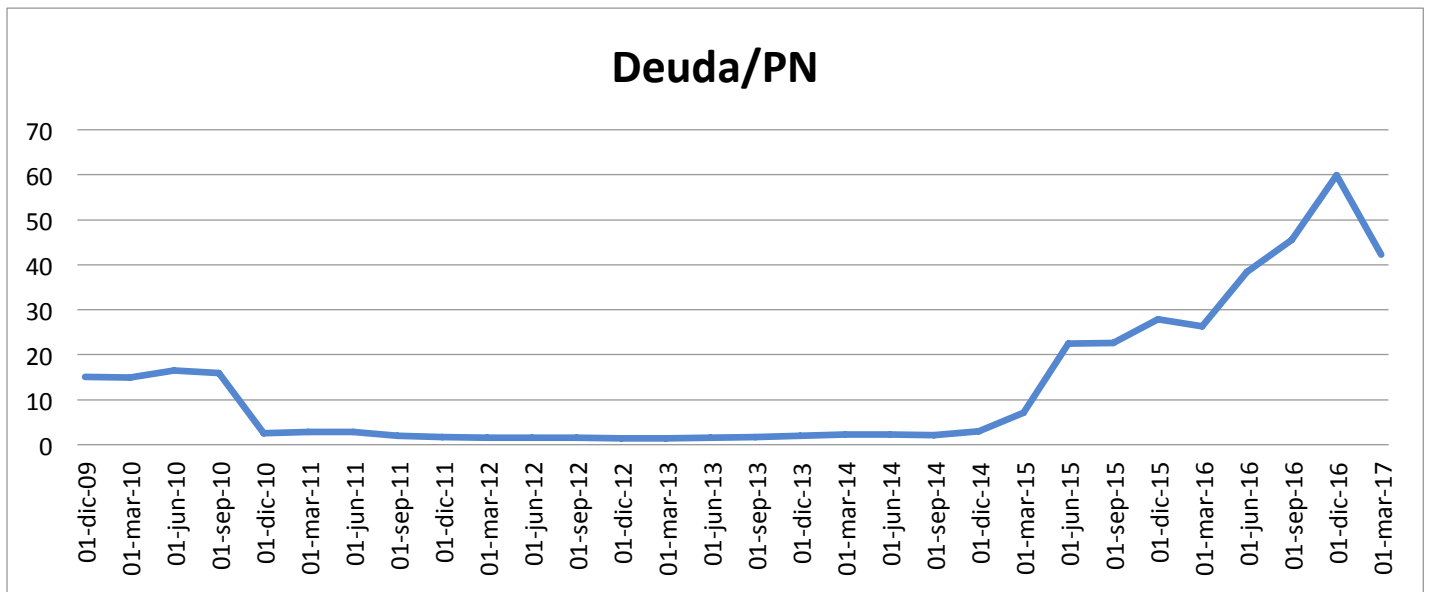
Empezaremos analizando la cobertura de intereses sobre la deuda para determinar la solvencia, y con esto mismo poder determinar cuan fácil o difícil es pagar su deuda. En esencia, lo que mide es que porcentaje de los intereses de la deuda contraída se pueden cubrir o pagar con los ingresos operativos. Analizar el ultimo ejercicio económico es importante, pero hacerlo a lo largo del tiempo es mas importante aun, ya que nos indica mucha mas información.



Al 31 de Marzo o (1Q17) la cobertura de intereses se situaba en 530,83%. Es decir, que los ingresos operativos de la compañía cubren el 530% de los intereses de la deuda, o cinco veces los intereses de la deuda. Para realizar este calculo, usamos: Resultado operativo/Costos financieros.

Luego analizaremos la deuda sobre el patrimonio neto para conocer el apalancamiento financiero de la compañía al comparar la proporción de deuda financiera y patrimonio neto que utiliza para financiar

(deuda), analizar esta métrica nos dice que relación hay entre ambos. El management de la compañía podría optar por tomar mayores niveles de deuda para financiar proyectos nuevos, incrementando así los beneficios y la tasa de crecimiento del negocio. Sin embargo, esto traería mayores consecuencias por el lado de riesgos. Es por ello que un manejo óptimo de la estructura de capital en un punto crucial.



Al 31 de marzo del 2017 (1Q17) el ratio de relación deuda sobre patrimonio se sitúa en 42,27%, es decir que la deuda financiera de la compañía, representa el 42,27% del patrimonio neto. Si bien no hay una regla general para evaluar esto mismo, un ratio muy bajo nos indicaría que la empresa no está creciendo del todo rápido y un ratio muy elevado aumentaría el riesgo, ya que se vuelve insostenible, si se sale de control.

## ENACOM

El nuevo gobierno creó el Ente Nacional de Comunicaciones (ENACOM) mediante un decreto nacional. Esta nueva entidad fusiona los deberes de regulador tanto de Telecomunicaciones como de Medios. Este decreto también modificó la ley de medios (ley 26.522) y la ley digital (ley 27.078). Los principales cambios de este decreto son los siguientes:

**Ley Digital:** el decreto prohíbe a las telefónicas ofrecer IPTV (Internet Protocol TV) por un plazo de dos años y ENACOM podría extender esta prohibición por un año adicional desde el primero de enero de 2018. Este es el tema más controvertido, ya que tanto Telecom como otras compañías de telecomunicaciones se preparaban para lanzar pruebas de este servicio durante el año 2016 (en reducidas zonas geográficas)

**Ley de Medios:** el decreto extiende las licencias actuales de televisión y cable operadores por otros 15 años (10 años a partir del 2016 y una extensión adicional automática de 5 años). Otro cambio importante es la posibilidad de vender licencias, ya que desde el decreto permite a cualquier jugador comprar o vender su licencia sin permiso oficial de ENACOM.



Cualquier empresa que venda una licencia debe informar al ENACOM, pero si este no se expide dentro de los diez días hábiles, la transacción se entiende como permitida. Además, otros cambios relevantes fueron los siguientes: los operadores de televisión por cable podrán poseer una licencia única en todo el país sin límites regionales, se elimina la prohibición de la cuota de mercado del 35% y los licenciarios podrán alquilar su infraestructura mediante acuerdo privado.

Creemos que este decreto beneficia en mayor medida a los operadores de cable, mientras que afecta parcialmente a las telefónicas al no permitirles comenzar a ofrecer servicios audiovisuales por el plazo de dos a tres años. Sumado a ello, luego de permitir el alquiler de redes, el ENACOM modificó la regulación de los operadores virtuales móviles (MVNO) fomentando la competencia. La incógnita es saber si este cambio podrá generar mayores ingresos a los operadores actuales, o si los reducirá al generar mayor competencia.

## ENACOM CAMBIA LA REGULACIÓN MVNOS

El decreto que creó ENACOM modificando también la ley de medios y la ley digital, ya anunciaba la aparición de estos operadores al permitir el alquiler de redes. Mediante la resolución 38/2016 del ministerio de Comunicaciones se modificó la regulación de los operadores de redes virtuales móviles (MVNO) para estimular la competencia. Los cambios más importantes de la RES.38/2016 son los siguientes:

Definición de los operadores de redes móviles (MNO) como las compañías que ofrecen comunicaciones de radio móviles celulares, servicios de comunicación personal (PCS, banda de 1900Mhz) y servicios avanzados de comunicación (4G-LTE). Excluye a Nextel, que ofrece servicios de radio trunking.

Definición del operador de red virtual móvil como una empresa que no debe ser propietaria de licencias de espectro. En este punto, la nueva regulación abre la posibilidad a las empresas de telefonía fija y televisión por cable para convertirse en MVNO con el fin de aumentar su oferta de servicios (por ejemplo, operadores de cable podrían ofrecer televisión paga, internet fija y móvil) Los operadores móviles virtuales pueden tener su infraestructura móvil o no.

Los operadores de redes móviles no tienen tope (cap) para ofrecer servicios a los MVNO.

Creemos que este cambio de regulación debería beneficiar a los pequeños operadores locales de televisión por cable (sociedades cooperativas), pero especialmente a los operadores por cable en detrimento de los operadores de telefonía móvil. Por ejemplo, Grupo Clarín (BCBA: GCLA, no cubierta) mediante Nextel deberá definir si invierte en desarrollar su propia infraestructura (implica invertir fuertemente tanto en redes como en espectro) o convertirse en MVNO con poca inversión pudiendo ofrecer paquetes de servicios integrales a través de Cablevisión (Ejemplo: TV, Internet, Telefonía móvil + Telefonía IP). Consideramos que este cambio de regulación podría amenazar la cuota de mercado de Telecom en el mediano plazo.

## ¿QUÉ ES UN OPERADOR DE RED VIRTUAL (MVNO)?

Los operadores virtuales (MVNO) operan sobre la infraestructura de otros operadores de telefonía móvil existentes. Estos operadores tienen muchos años de existencia en otros países donde su rango de cuota de mercado varía entre el 5% y el 15% en algunos casos. En muchos países estos operadores basaron su estrategia comercial focalizándose en ciertos segmentos o nichos de mercado (por ejemplo teléfonos con descuentos, migrantes, empleados estatales o de empresas, servicios M2M, etc.) Sin embargo, hay muchos MVNO que se han enfocado en abarcar todo el mercado, por ejemplo, los operadores de telefonía fija que ofrecen servicios de telefonía móvil como MVNO para ampliar su oferta de paquetes (internet fija, telefonía fija, televisión paga y servicios móviles). Para los operadores móviles con infraestructura el esquema de los MVNO tiene pros y contras. Por el lado positivo, los MVNO ayudan a expandir el mercado a nichos que podrían estar desatendidos. Por el lado negativo, los MVNO aumentan la competencia y reducen la base de abonados del operador móvil con infraestructura. Al final, los operadores móviles son el determinante fundamental del crecimiento del operador virtual, ya que determinan los precios que cobran por sus servicios. La flexibilidad que muestra el operador móvil en la forma en que cobra por sus servicios a los MVNO, ya sean estos servicios de voz, envío de mensajes o datos, determina el crecimiento de un MVNO. En muchos países los operadores no dan acceso a sus redes de datos a precios competitivos. Si lo hacen, se les hace pagar por los MVNO por adelantado por los servicios de datos requeridos. En definitiva, el operador que alquila la red limita de alguna manera el alquiler de su negocio más rentable o de mayor crecimiento.

Al final, el operador con infraestructura será tan flexible como el regulador o las fuerzas del mercado lo permitan. En los mercados con varios años de experiencia, los operadores con infraestructura accedieron a flexibilizar el alquiler de sus redes para no perder ingresos provenientes de MVNOs.

## LA INDUSTRIA EN ARGENTINA Y PARAGUAY

Los mercados de telecomunicaciones en Argentina y Paraguay muestran una fuerte demanda de nuevos servicios y mayor velocidad de acceso a la información.

Segmento móvil en Argentina: Personal es uno de los tres operadores que ofrecen servicios a nivel nacional. Los principales competidores son Claro (América Móvil), Movistar (Telefónica) y en menor medida Nextel (Grupo Clarín). El mercado se reparte entre los tres grandes operadores que aproximadamente tienen un tercio de mercado cada uno. Nextel, recientemente adquirido por Grupo Clarín, posee una red pequeña y antigua con solo el 1% del mercado móvil.

Segmento móvil en Paraguay: Núcleo opera en un mercado con fuerte competencia. El mayor competidor es Tigo (Millicom Group) quien posee aproximadamente el 60% de la cuota de mercado, mientras que Núcleo posee un share de aproximadamente un 30%.

Segmento de banda ancha: Telecom Argentina opera su marca de Arnet bajo tecnología FTTC (ADSL/VDSL) y ha comenzado a ofrecer FTTH (fibra óptica directa hasta el usuario). Sus principales competidores Speedy (Telefónica) bajo tecnología similar, Fibertel (Grupo Clarín) y Telecentro que ofrecen tecnología cable modem y fibra óptica.

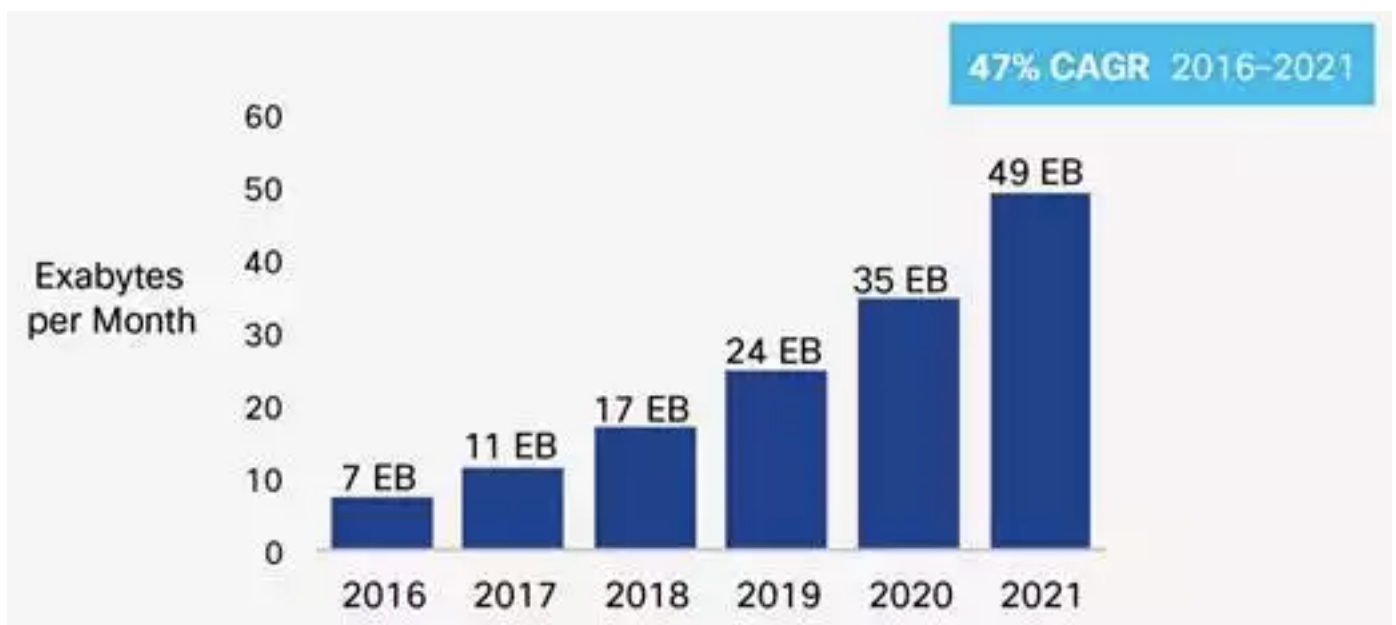
## CONVERGENCIA TECNOLÓGICA

La convergencia tecnológica hace referencia tanto a la posibilidad que diferentes plataformas (redes) provean servicios de comunicación similares, así como un mismo dispositivo (teléfono) para recibir estos servicios. A partir de la digitalización de las redes, los operadores de telefonía comenzaron a proveer servicios de datos (internet) para luego poder proveer otros servicios como por ejemplo servicios audiovisuales (TV). Como resultado, los operadores de telefonía a nivel global compiten con otros operadores de otros segmentos (Ejemplo, TV por cable). Incluso aparecieron otros actores como los OTT (del inglés Over the top) que son empresas que operan sobre la infraestructura de terceros. Un ejemplo de OTT es NETFLIX, una empresa que ofrece servicios audiovisuales por suscripción a través de internet. Incluso existen otros servicios OTT como por ejemplo las empresas que ofrecen servicios financieros (principalmente como medio de pago) a través del celular. En definitiva, en este sector la tecnología es la que marca el ritmo de la convergencia. Si bien en nuestro país los cambios han sido mas lentos que en el resto del mundo, la tendencia es clara, se incrementara la competencia entre operadores. Creemos que la diferencia en la selección del operador vendrá por el lado de su oferta de paquetes de servicios (internet, telecomunicaciones fijas y móviles, servicios OTT, etc.)

## INGRESOS A FUTURO

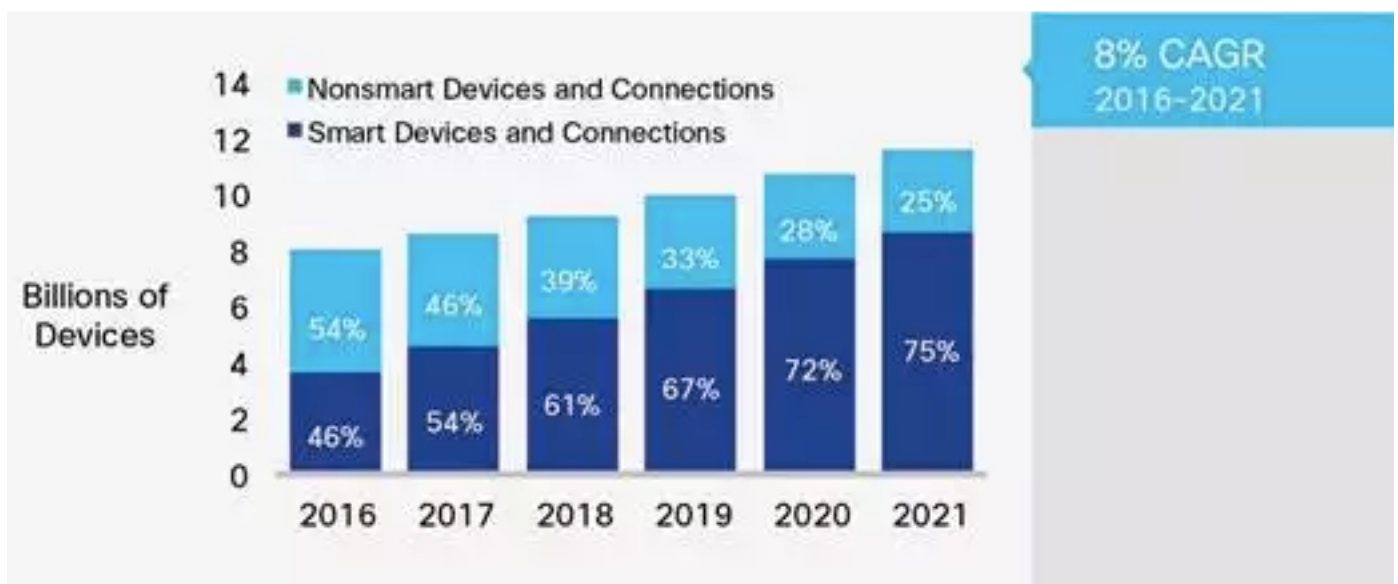
Creemos que las fuentes de ingreso futuras se centraran en los siguientes negocios:

Banda ancha móvil – crecimiento de trafico de ventas – VAS (servicios de valor agregado): El trafico de datos sigue creciendo a tasas altas en los principales mercados de LATAM, impulsados por el aumento de Smartphone con conexiones de banda ancha. Cisco pronostica que el trafico de datos crecerá a una tasa anual compuesta del 47% hasta el 2021 en LATAM (Cisco Mobile VNI Forecast, 2017). En toda América Latina el numero de clientes de banda ancha móvil ya supera el numero de usuarios de banda ancha fija como consecuencia de LTE (4G).



Smartphone: En la región el incremento de este tipo de teléfonos mostro tasas superiores al 50% por año. En nuestro país, debido a las restricciones de importación y la falta de infraestructura (4G), los teléfonos de este tipo representaran hoy el 40% del total. Se espera que para 2020 representen el 70% del total de teléfonos existentes. A su vez se estima que la vida útil promedio de un teléfono es de dos años. En definitiva, la venta de celulares es una fuente de ingresos de corto y mediano plazo para la empresa.

En el siguiente cuadro, se puede observar un aumento en el crecimiento global de dispositivos móviles inteligentes y sus respectivas conexiones a internet.



Fuente: Cisco VNI móvil de 2017

Cuando nos referimos a América latina, encontramos otra expansión aun por explotar. Podemos observar en el siguiente cuadro regional el porcentaje total que hay en cada región y su pendiente aumento para el 2021.

Región	2016	2021
Norteamérica	81%	99%
Europa Oriental	69%	92%
Europa central y oriental	57%	92%
Asia y el Pacífico	46%	81%
América latina	44%	80%
Oriente Medio y África	19%	71%

Comercio Digital: Actualmente el comercio móvil representa aproximadamente el 12% del comercio digital a nivel global. Como ejemplos regionales podemos citar al emprendimiento entre Banco do Brasil con Oi y Visa para ofrecer NFC (Near Field Communication) en Brasil. Tigo en Paraguay ofrece un servicio pago similar (Tigo Money), una herramienta semejante a la tarjeta sube local pero a través del teléfono.

Triple-play: De aquí a tres años la empresa podrá ofrecer servicios audiovisuales, principalmente servicios de televisión por internet. Si bien es muy temprano para estimar el impacto de este servicio, colocara a las telefónicas a competir con las empresas de televisión por cable (Ejemplo Cablevisión). Creemos que como sucede en países desarrollados con mayor oferta de servicios, la competencia se centrara en la capacidad de cada operador de ofrecer un conjunto de servicios a precio de descuento (paquete o bundle de servicios).

#### ANEXO: NORTEL INVERSORA (NYSE:NTL)

Nortel (NYSE:NTL) es la empresa controlante de Telecom y tiene como única actividad ser propietaria de un 55,6% de esta empresa. Tanto Nortel como Telecom cotizan en NYSE y dado su relación ambas han cotizado a precios similares a lo largo del tiempo. Aunque la acción de Nortel posee muy poca liquidez nos preguntamos cual debería ser la relación entre cotización de ambas acciones.

Nortel Inversora S.A fue constituida bajo las leyes de la republica argentina el 31 de octubre de 1990. Fue creada por un consorcio de inversores argentinos e internacionales para adquirir una participación mayoritaria en las acciones ordinarias de Telecom como el primer paso en la privatización de los servicios públicos de telecomunicaciones y servicios de telefonía básica.

En un principio, Nortel Inversora pertenecía a Telecom Italia (32,5%), France Telecom (32,5%), Pérez Compac (25%) y J.P. Morgan (10%). En agosto de 1999, Pérez Compac y J.P Morgan vendieron sus participaciones a Telecom Italia y France Telecom en partes iguales. En 2003, Telecom Italia y France Telecom crearon Sofora Telecomunicaciones S.A y aportaron sus tenencias de Nortel, correspondientes a un total de 67,78% de su capital. Luego, France Telecom vendió su participación del 48% en Sofora al grupo argentino Werthein.

#### ACCIONES PREFERENTES EMITIDAS POR NORTEL

Adicionalmente a las acciones ordinarias, el capital social de Nortel contemplo la emisión de acciones preferentes bajo dos clases "A" y "B". La clase "A" se asemejaría a un prestamos a pagar entre los accionistas mientras la clase "B" cotizaría en el mercado. Las acciones clase "A" tenían un derecho a dividendo anual fijo mas un dividendo acumulativo adicional pero serian rescatadas de acuerdo al plazo estipulado. En contraste, las acciones clase "B" (listadas en NYSE) solo poseían (y poseen actualmente) derecho a un dividendo no acumulativo pero correspondiente al 48,96% del total de dividendos a distribuir, que se pagaba después de la clase "A".

Debido a la crisis económica del 2001 la empresa no pago dividendos hasta el 2012 cuando se rescataron la totalidad de acciones clase "A". Actualmente el capital social consta de 1.470.455



acciones clase "B" y 5.330.400 son acciones comunes, es decir 78,38% de las acciones son ordinarias y el 21,62% son acciones preferentes.

En conclusión, hoy en día habiendo sido rescatadas la totalidad de las acciones clase "A", las acciones clase "B" que representaban el 21,6% del capital reciben 48,96% de los dividendos, hecho que hace atractivas las acciones de NTL también.

## METODOLOGIA BERGSON VALOR

Bergson utiliza el siguiente sistema de calificación para recomendar acciones: Si el precio objetivo es al menos 25% superior al precio de mercado (Rango mayor a 25%) , la recomendación es COMPRAR. Si el precio objetivo es similar al precio de mercado en un rango +- 10% (Rango menor igual al 10% y mayor o igual a -10%) la recomendación es MANTENER. Si el precio objetivo es al menos 10% inferior al precio de mercado (Rango menos a -10%), la recomendación es VENDER.

## DISCLOSURE

El presente informe ha sido elaborado por Bergson Capital a mero título informativo y de estudio teniendo en cuenta información pública de ciertas compañías y sus títulos corporativos. Con dicha información se han elaborado "proyecciones" a los fines de análisis.

### Disclaimer

---

La información contenida en el presente informe esta sujeta a cambios y modificaciones y no puede ser considerada como definitiva por aquellas personas que eventualmente tomaren conocimiento. Se deja constancia que el presente documento no constituye una oferta de venta, ni una invitación a formular oferta de compra, transacciones y/o ningún tipo de operaciones, no podrán efectuarse compras o ventas con los valores negociables en tal sentido