

# El caso Telmex y Cantv: ¿cuál es la tasa que refleja el verdadero riesgo de invertir en Venezuela?<sup>1</sup>

Carlos A. Molina y Miguel A. Santos<sup>2</sup>

Alfredo Ramos, CFO de Telmex-América Móvil, amaneció ese día de principios de abril del año 2006 tratando de cuantificar el riesgo de uno de los países más volátiles de América Latina. Se debatía entre aplicar las técnicas más conocidas para calcular tasas de descuento en mercados emergentes, y lo que le exigía la Junta Directiva de la empresa, algo que él sentía se basaba más en el estómago y la intuición, desarrollada con la experiencia, de sus miembros.

Alfredo contaba con una formación como ingeniero de telecomunicaciones en uno de los institutos más renombrados de México, y en 1997 había sido uno de los primeros de su clase en el MBA de Harvard. Desde entonces había tenido una carrera exitosa como ejecutivo en el área de inversiones de uno de los grupos económicos más poderosos de la región, el mexicano Telmex-América Móvil, competidor del gigante español Telefónica en el área de las telecomunicaciones en América Latina.

Desde principios del año 2006, el grupo venía analizando la posible adquisición de un bloque de 28,51% de las acciones de la empresa de telecomunicaciones más grande de Venezuela: Cantv. Este bloque de acciones era propiedad de la norteamericana Verizon.

La proyección de los flujos de caja de Cantv no era lo que preocupaba a Alfredo. Ya su equipo había desarrollado un análisis financiero detallado del desempeño de la compañía venezolana durante los últimos cinco años, y también proyectado el flujo de caja para los próximos cinco. El

---

<sup>1</sup> El caso que aquí se presenta no pretende hacer juicio de valor sobre la oferta de adquisición de un paquete accionario de Cantv por parte de Telmex, sino, simplemente, esbozar la situación en Venezuela como escenario de inversión para una empresa internacional y calcular el respectivo riesgo de inversión. El caso se basa estrictamente en información pública. El nombre de Alfredo Ramos, así como las circunstancias que aquí se describen, son ficticios.

<sup>2</sup> Ambos autores, profesores del IESA, agradecen a Héctor Romero y Luis Alfredo Grau la asistencia en investigación, así como a los jurados del Concurso de Casos del IESA.

---

Los casos docentes son desarrollados exclusivamente para servir como base de discusión en un ámbito educativo. No implican respaldo a personas u organizaciones, no ilustran el manejo efectivo o no de una situación administrativa ni deben considerarse fuentes primarias de información.

Copyright © 2007 Instituto de Estudios Superiores de Administración, IESA. Para adquirir copias del caso o solicitar autorización para reproducirlo en todo o en parte, contactar a ediesa@iesa.edu.ve o llamar al 58-212-555-42-63. Ninguna parte de este documento puede ser reproducida, almacenada en base de datos, utilizada en hojas de cálculo o transmitida en cualquier forma (incluyendo métodos electrónicos o mecánicos, fotocopias, grabaciones o cualquier otro) sin el permiso del IESA, titular del derecho de autor que protege esta obra.

informe de su equipo de trabajo incorporaba asimismo las principales conclusiones de los reportes de investigación que sobre Cantv habían elaborado varias de las más importantes bancas de inversión, así como también una comparación entre las proyecciones internas y el consenso del mercado.

La principal preocupación de Alfredo era cómo calcular la tasa de descuento que debía recomendar a la Junta Directiva de Telmex para valorar este bloque accionario y proceder a hacerle una oferta a Verizon.

### La inversión: Cantv<sup>3</sup>

Cantv es la primera empresa de servicios de telecomunicaciones en Venezuela. Su gama de productos y servicios abarca cualquier tipo de interconexión de telecomunicaciones, incluyendo comunicaciones de larga distancia nacional e internacional en toda Venezuela. Asimismo presta servicios de telefonía pública, rural y celular, buscapersonas, centros de comunicación comunitaria, redes privadas, transmisión de datos, directorios de información y distintos servicios de valor agregado.

Cantv fue fundada en 1930, año en que Félix Guerrero obtiene una concesión del gobierno venezolano para construir y explotar una red telefónica en todos los estados del país. Progresivamente adquirió diferentes empresas telefónicas particulares, que funcionaban en todo el territorio nacional. En 1950, el Estado venezolano compró la totalidad de las acciones de las empresas particulares del ramo e inició el proceso de su nacionalización, que se completó en 1973.

Para 1990, Cantv presentaba una planta telefónica con numerosas deficiencias operativas y atraso tecnológico, con una demanda satisfecha de sólo 45,5% y una densidad telefónica de 7,2 líneas por cada cien habitantes. Adicionalmente, enfrentaba un déficit de algo más de US \$ 1.000 millones. Esta situación ponía en evidencia la necesidad de una inversión importante para la modernización y adecuación de la empresa, y esto sólo era posible si se revertía la nacionalización de 1973.

En 1991 se efectuó la licitación internacional de 40% de las acciones de la empresa, en el marco de su re-privatización. Como resultado, en diciembre de ese año el consorcio Venworld Telecom adquiere el control del paquete accionario licitado. El monto de esta operación fue de US \$ 1.885 millones.

A partir de ese momento, Venworld obtiene el control operativo de Cantv, bajo los términos del contrato de concesión suscrito con la República de Venezuela. El consorcio de empresas que conformó Venworld incluyó a la estadounidense GTE, a Telefónica de España, a la venezolana Electricidad de Caracas, al grupo venezolano Mercantil Servicios Financieros y a AT&T, el gigante de telecomunicaciones de Estados Unidos. El grupo era dominado por GTE.

Los términos de la concesión contemplaban un período inicial de 35 años, sujeto a una extensión adicional de 20 años, y establecían que Cantv sería el proveedor exclusivo de servicios de comunicación locales, de larga distancia nacional e internacional, hasta el año 2000. Paralelamente, la compañía se comprometía a cumplir con metas de expansión y mejoramiento del servicio, cuyo seguimiento sería efectuado por el organismo regulador del sector en Venezuela: la Comisión Nacional de Telecomunicaciones (Conatel).

---

<sup>3</sup> Fuente de información de la empresa: <http://www.cantv.com.ve>, y formas 6-K de la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos.

A raíz de la apertura total de las telecomunicaciones en Venezuela, en 2000, Cantv inició un proceso de integración corporativa con sus empresas filiales para el momento: Movilnet (telefonía celular), Cantv.net (proveedor de Internet) y Caveguías (servicio de información, directorios impresos y electrónicos). Con ellas formó así un frente único, para aprovechar sinergias operativas y ofrecer a sus clientes soluciones integrales para sus necesidades de comunicaciones.

En 2006 era el proveedor líder en servicios de telecomunicaciones en Venezuela, con más de 3,1 millones de suscriptores de telefonía fija, más de 5,6 millones de suscriptores de telefonía móvil (42% del mercado) y más de 343.000 suscriptores de servicios de acceso a Internet.

Para febrero de 2006, cuando Telmex consideraba la inversión en Cantv, la composición accionaria había variado en relación con la que resultara de la privatización en 1999. El principal accionista de la compañía era ahora Verizon Communications Inc., con 28,5% del capital accionario. Entre otros accionistas importantes se incluían el Estado venezolano, con 6,6% del total (acciones clase B), y empleados, retirados y fondos de empleados, dueños del 6,7% (acciones clase C), mientras el restante 58,2% se encontraba en manos del público a través del mercado venezolano de valores y de los ADR en el NYSE.

En México, Alfredo Ramos había solicitado a su equipo de finanzas corporativas que recabara y procesara toda la información disponible acerca de Cantv, incluyendo tanto la que provenía de la propia compañía como los reportes de analistas de banca de inversión que seguían la acción. Del análisis conjunto de todas las fuentes resultó la información que se presenta en los anexos 1A, 1B y 1C (todo expresado en dólares estadounidenses):

- a) los estados financieros históricos de Cantv, hasta el cierre anual de 2005 (anexo 1A);
- b) una proyección de flujos de caja disponibles, comenzando en el año 2006 (anexo 1B); y
- c) la evolución del precio de la acción, hasta la fecha, en el mercado venezolano de valores (anexo 1C).

Contando con toda esta información, sólo restaba determinar la tasa de descuento apropiada para este tipo de inversiones en Venezuela.

## Venezuela: ¿un caso particular?

El panorama venezolano lucía confuso en 2006: la perspectiva de un año electoral, el escenario favorable de precios petroleros, y las advertencias de muchos analistas acerca de la excesiva dependencia de la economía con respecto al precio del petróleo, se conjugaban para conformar una perspectiva bastante incierta. En las elecciones programadas para diciembre de ese año, el presidente Hugo Chávez era candidato a la reelección y amplio favorito para obtener el triunfo. Hugo Chávez fue elegido por primera vez en diciembre de 1998, sobre una plataforma política llamada Polo Patriótico y una promesa de corte populista que llamó Revolución Bolivariana, en honor a Simón Bolívar, el héroe que en el siglo XIX logró la independencia de Venezuela y otros cuatro países suramericanos.

En ese entonces, Venezuela era una de las naciones con mayor tradición democrática en América Latina y constituía la cuarta economía más grande de la región, detrás de Brasil, México y Argentina. A fines de los años cincuenta se estableció en el país un sistema democrático, que gradualmente pasó a sustentarse en el bipartidismo. Los primeros veinte años de este sistema (1958-

1978) fueron testigos del ascenso de Venezuela como el país de mayor crecimiento económico por habitante a escala mundial, al tiempo que la alternancia del poder entre los dos principales partidos políticos se produjo con normalidad. En el segundo período (1978-1998), por el contrario, registró uno de los peores desempeños económicos del mundo, lo que se tradujo en un deterioro muy pronunciado de la situación social. El ocaso de ese segundo período, y del sistema político bipartidista y bicameral que había prevaecido por cuarenta años, coincidió con el ascenso de Hugo Chávez, en diciembre de 1998. Un año después, el 15 de diciembre de 1999, se proclamó una nueva Constitución que concentró mayor poder en el gobierno central y el Estado en general. El balance de poder entre el Ejecutivo Nacional y el Parlamento comenzó a recaer cada vez más sobre la figura del Presidente.

En 2006, después de haber sobrevivido a varias elecciones y de ocho años en el ejercicio del poder, la administración Chávez mantenía su receta de políticas públicas populistas, gasto público creciente con baja eficiencia en la ejecución, y altos precios petroleros. El petróleo representaba 82% de las exportaciones de Venezuela, fuente de 69% de los ingresos corrientes del gobierno y constituía 18% del PIB. Durante los años 2005 y 2006 los precios del crudo habían alcanzado su nivel más alto en los últimos 25 años (en términos reales), lo cual contribuyó a que las reservas internacionales de Venezuela se mantuviesen por encima de 30.000 millones de dólares, con una deuda externa baja en comparación con las demás economías latinoamericanas.

En términos de volumen de actividad, las telecomunicaciones eran el sector de mayor crecimiento dentro de la economía venezolana. Para 1990 representaban menos del 1% del PIB, pero en 1999 alcanzaban más del 6%, y en 2005 ya estaban por el orden del 16%. Este porcentaje colocaba al sector como el tercero (no petrolero) en importancia en Venezuela, luego de los servicios de intermediación financiera (medidos indirectamente) y de las instituciones financieras y de seguros, que contaban con 29% y 24%, respectivamente.

Ahora bien, a pesar de la bonanza petrolera, las agencias de clasificación de riesgo (*rating*) le daban un estatus de "bono basura" (*junk bond*) a la deuda soberana venezolana, entre los peores de la región. Para incrementar aún más la confusión, el diferencial de tasas o *spread* entre los bonos de la deuda venezolana y sus equivalentes del tesoro estadounidense era de tan solo 1,60%, luego de haber ido cayendo en los tres últimos años en la misma medida en que crecían los precios del petróleo y Chávez consolidaba su poder político. El anexo 2 muestra la evolución del *spread* de los bonos soberanos venezolanos desde 1991.

La situación no podía ser más confusa: un *rating* de bonos-basura que durante un período de dos años había coincidido con un *spread* muy bajo en el mercado *spot* o mercado de contado. Bonos soberanos y corporativos con clasificaciones similares a las de Venezuela presentaban un diferencial promedio de 5,50%. Era como si las agencias de clasificación de riesgo y los mercados financieros hubiesen estado operando en sintonías diferentes.

Esta era la situación que Telmex encontraba en México o en los otros países donde el grupo había realizado adquisiciones recientes, como Brasil, Chile y Perú. En el anexo 3 se muestra un resumen que compara la situación de Venezuela, destino de la posible inversión de Telmex, con la de México, el país de origen del *holding*. Adicionalmente, el anexo 4 muestra detalles de las adquisiciones que éste ha realizado en Latinoamérica.

## ¿Cuál es la tasa de descuento apropiada para Cantv?

Alfredo Ramos había interactuado durante su carrera con los líderes mundiales en banca de inversión, que habían asesorado a Telmex en numerosos procesos de compra y venta de activos

en América Latina. En todo ese tiempo, la tasa de descuento que se utilizó para evaluar los flujos de caja en cada uno de los procesos había sido calculada mediante el mismo procedimiento: se utilizaba el modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés: *Capital Asset Pricing Model*) para determinar el rendimiento requerido por una inversión de naturaleza similar en Estados Unidos, y se le agregaba una prima por riesgo país:

$$R_i = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) + spread$$

donde:

- $R_i$  es el rendimiento ajustado en dólares para el país emergente;
- $R_f$  es la tasa libre de riesgo en Estados Unidos, representada por bonos del tesoro norteamericano de un plazo similar a la inversión;
- $\beta_i$  es la beta de empresas comparables que están en el mismo negocio y que tienen una mezcla de productos similares;
- $(R_m - R_f)$  es la prima histórica de riesgo del mercado de Nueva York (históricamente, entre 7% y 8%); y
- *spread* (por riesgo país) es la diferencia de rendimientos entre los bonos de deuda soberana del país emergente en cuestión y bonos comparables a largo plazo del tesoro estadounidense (el anexo 2 presenta la evolución de este diferencial para Venezuela).

Este procedimiento era similar al que Alfredo y su equipo de trabajo utilizaban cuando calculaban la tasa de descuento para inversiones en México, o en los países emergentes donde habían participado. En el pasado, ese método había producido unos valores que resultaban aceptables para la gerencia de Telmex: entre 14% y 16% de retorno (en dólares) para inversiones en telecomunicaciones en México.

Más aún, Alfredo Ramos recordaba que en la Universidad de Harvard, en una de las materias de su postgrado, se había planteado a los estudiantes la resolución de un caso que se desarrollaba precisamente en el país que hoy en día lo atormentaba: Venezuela. Se trataba de Petrozuata, una inversión en un campo petrolero, bajo la modalidad de financiamiento de proyectos (*project financing*) entre la estadounidense Conoco y la estatal Petróleos de Venezuela (Pdvs). Allí también la tasa de descuento había sido calculada mediante el mismo procedimiento.

Con base en toda esta experiencia, Alfredo procedió a calcular la tasa de descuento de un proyecto de telecomunicaciones en Venezuela.

- Rendimiento libre de riesgo de los bonos del tesoro norteamericano (Bloomberg, T-5 3/8 02/2031) = 5,34%
- Beta del sector telecomunicaciones (Estados Unidos) = 1,11
- Prima de mercado (NYSE, Ibbotsson Associates) = 7,50%
- *Spread* de la deuda soberana venezolana (anexo 2) = 1,60%

$$R_i = 5,34\% + 1,11*(7,50\%) + 1,60\%$$

$$R_i = 14,3\% + 1,60\%$$

$$R_i = 15,90\%$$

La Junta Directiva del grupo Telmex-América Móvil rechazó de forma unánime esta estimación del costo de capital para evaluar proyectos en Venezuela. La mayoría de los miembros, todos con una amplia experiencia financiera en la región, alegaron que el riesgo de invertir en una economía tan volátil estaba más acorde con una tasa de descuento “mínima” de un rango de 22%-24%. Dentro de la misma sesión, uno de los directores externos sugirió una posibilidad de “ajuste” en el cálculo realizado por Alfredo, con base en la diferencia de volatilidad que exhiben el mercado de capitales venezolano y el mercado de Estados Unidos. Ese “ajuste” en el cálculo podría elevar la tasa de descuento hacia valores más “razonables”, en la vecindad del rendimiento que tenía en mente el resto de la Junta.

Para Alfredo Ramos era fundamental encontrar alguna referencia o método cuya derivación estuviese apropiadamente documentada, o fuese relativamente fácil de defender en el proceso de negociación con Verizon. Por lo pronto, el método con el que había trabajado hasta entonces arrojaba un resultado entre 6% y 8% por debajo del rendimiento mínimo que la Junta Directiva estaba dispuesta a recibir por invertir en telecomunicaciones en Venezuela.

## Después de la Junta Directiva: ¡a trabajar!

Alfredo Ramos salió francamente decepcionado de su reunión con los directivos. Éstos no habían utilizado ninguna fórmula especial en la determinación de la tasa de descuento de 22%-24% que, “como mínimo”, exigían para una inversión de ese tipo en Venezuela. Era simplemente una cuestión de experiencia y percepción de riesgo. Y él necesitaba algo más concreto para presentar su proyecto y poder comenzar las negociaciones con Verizon. Sabía que no podía presentarse a la mesa de negociación con una valoración de flujos de caja descontados a una tasa sacada “de debajo de la manga”. Había que sustentarla, o de lo contrario sería muy difícil negociar.

Siendo Telmex comprador, le interesaba una tasa de descuento más alta; pero al mismo tiempo la parte vendedora, Verizon, seguramente iba a defender el cálculo de la tasa de descuento según el procedimiento tradicionalmente utilizado por los bancos de inversión, que Alfredo tanto conocía. Necesitaba justificar muy bien la tasa que utilizaría, al tener como rango de referencia el 22%-24% que su propia Directiva requería.

Más allá de la justificación de la tasa deseada, Alfredo Ramos había desarrollado cierta agudeza intelectual que lo obligaba a plantearse el problema en los siguientes términos: ¿Qué pasa en Venezuela? ¿Qué tiene de diferente Venezuela? ¿Por qué, si en otras latitudes la fórmula comúnmente utilizada por los bancos de inversión no había generado mayor polémica, ahora arrojaba resultados que la Junta rechazaba de plano? Más aún, ¿el caso Petrozuata estaba basado en Venezuela! ¿Por qué antes servía y ahora no? ¿Qué había cambiado? ¿Qué otras fórmulas y procedimientos para incorporar el elemento de riesgo país del sector privado podían utilizarse, que reflejasen mejor la forma de pensar de los directivos del grupo? ¿Cómo justificar una tasa de descuento tan alta, cuando se tiene un diferencial (*spread*) de deuda soberana tan bajo?

Para darle respuesta a sus interrogantes, Ramos decidió reunir a su equipo de gerencia de inversiones en el complejo Telmex de Ciudad de México, y les pidió recolectar información sobre inversiones en Venezuela, mercado de capitales, rendimiento, volatilidad, indicadores de riesgo político y deuda soberana. Una semana después le fue presentado un informe que incluía los siguientes datos:

- El *spread* de la deuda soberana de Venezuela con respecto a Estados Unidos había caído en 914 puntos básicos en los últimos 36 meses, y se encontraba –a la fecha de elaborar el reporte– en su punto mínimo histórico: 1,597% (anexo 2).
- El *spread* de la deuda soberana de México era similar al de Venezuela (1,562%).
- En el año 2005, la Bolsa de Valores de Caracas (BVC) registró el peor desempeño de todos los mercados emergentes, al caer 38,6% en dólares (anexo 5).
- La correlación entre los bonos de la deuda soberana de Venezuela y el Índice de la Bolsa de Valores de Caracas (IBVC) había sido en los últimos diez años de 59,37% (anexo 6).
- Sin embargo, se observaban dos períodos claramente diferenciados: de 1997 al año 2000, la correlación entre la deuda soberana de Venezuela y la Bolsa de Valores de Caracas fue de 74,59%; mientras que para el lapso más reciente, 2001-2006 (febrero), apenas era de 34,69% (anexo 6).
- Al cierre del año 2005, la relación precio/utilidad (P/E)<sup>4</sup> de la BVC (7,22) se mantenía en 60,39% por debajo de la registrada por el índice S&P500 (18,23) (anexo 7).
- El P/E de la Bolsa de Valores de Caracas presentaba grandes descuentos al compararlo no sólo con Estados Unidos (S&P500), sino también con el resto de las bolsas de América Latina (anexo 8).
- La correlación entre los índices S&P500 e IBVC se había mantenido estable en los últimos diez años (31%) (anexo 9).
- La volatilidad ( $\sigma$ ) del mercado venezolano era de 11,73%, mientras la del mercado norteamericano se mantenía en 4,25%.
- La volatilidad de la BVC en los últimos diez años había sido casi tres veces mayor que la del índice S&P500 ( $\sigma_{VZLA}/\sigma_{USA} = 2,76$ ) (anexo 9).
- Tanto en México como en otros lugares donde Telmex había realizado inversiones recientemente, se observaba una alta correlación entre los movimientos del mercado local de valores y los títulos de deuda externa soberana: entre 67,6%% (México) y 79,6%% (Brasil), valores que contrastan fuertemente con el 35,7% que presentaba Venezuela desde 2001 (el anexo 10 muestra la correlación en Brasil, y el anexo 11 la de México; la correlación en Venezuela se muestra en el anexo 6).

De la información recabada, a Ramos le intrigaban varios aspectos. Contrastaba cómo la deuda soberana venezolana había tenido una correlación tan baja (34,7%) con respecto al mercado de valores (IBVC) entre 2001 y 2006, sobre todo al compararla con la correlación previa a 2001 en la misma Venezuela, o a los valores de México y Brasil para los últimos diez años. ¿Sería que a partir de 2001 la fórmula más usada para estimar tasas de descuento en mercados emergentes –fórmula que añade el *spread* de la deuda soberana al rendimiento comparable en Estados Unidos– no era ya aplicable en Venezuela? ¿Sería que perdió vigencia a partir de entonces, cuando el riesgo de invertir en el sector privado venezolano se distanció del riesgo soberano? Los descuentos en la relación precio-utilidad a la cual se transaban activos en ese país indicaban niveles de riesgo privado muy por encima del riesgo soberano.

<sup>4</sup> La relación precio/utilidad se abrevia de aquí en adelante por sus siglas en inglés: *price-earning ratio*.

Otro aspecto que le llamaba la atención era que, aun cuando los diferenciales de la deuda soberana de México y Venezuela eran muy similares, las tasas de retorno que la Junta Directiva exigía en este último país eran mayores que las exigidas en el primero. Lo que sí parecía tener claro Alfredo Ramos era que debía incorporar, de alguna manera, la volatilidad del mercado venezolano de valores a la estimación de la tasa de descuento. Este enfoque también tenía sus inconvenientes. La Bolsa de Valores de Caracas abarcaba un número muy pequeño de empresas, por lo que no podía considerarse representativa de todo el espectro de actividad económica del sector privado en Venezuela. Ese tamaño exiguo, y sus correspondientes bajos volúmenes de transacción, contribuían a la mayor volatilidad que, en términos comparativos, presentaba ese mercado.

Alfredo Ramos tenía plena confianza en el trabajo cumplido por su equipo al evaluar la proyección de los flujos de caja de Cantv. También sentía respeto por la experiencia y el “estómago” de los miembros de la Junta Directiva en relación con la determinación del rendimiento “mínimo” requerido. Pero los valores resultantes de descontar esos flujos (valor presente neto), según la fórmula utilizada, presentaban un amplio rango de variación. Tenía solo 10 días para presentarle a esa Junta una tasa de descuento sustentada en algún modelo o teoría, que pudiese ser explicada y defendida ante terceros, que sirviese para hacer factible la negociación con Verizon, y que estuviese próxima al rango de 22%-24% –en dólares– que exigía la Directiva de Telmex para invertir en Venezuela.

## Anexo 1

## A) Estados financieros consolidados de Cantv, en miles de dólares, al final de cada año

<b>Balance general</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Activo</b>							
Efectivo	498.394	826.948	397.724	322.248	445.081	517.190	510.990
Créditos por ventas CP	627.707	643.474	486.662	336.495	271.511	247.348	319.553
Documentos por cobrar CP	186.971	0	129.153	59.700	87.866	94.795	87.486
Inventarios	66.949	47.591	43.128	36.943	45.856	136.519	145.235
Otros activos CP	19.124	19.980	15.182	9.414	31.709	24.542	29.094
Total activo circulante	1.399.145	1.537.993	1.071.849	764.800	882.023	1.020.394	1.092.358
Activos fijos	4.807.824	4.650.092	4.119.842	2.590.463	2.336.467	2.121.721	1.620.029
Otros activos	480.728	445.831	470.604	374.446	333.633	300.422	678.362
<b>Activo total</b>	<b>6.687.697</b>	<b>6.633.916</b>	<b>5.662.295</b>	<b>3.729.709</b>	<b>3.552.123</b>	<b>3.442.537</b>	<b>3.390.749</b>
<b>Pasivo</b>							
Deudas financieras CP	82.562	79.300	175.600	52.562	125.042	88.336	19.066
Cuentas por pagar CP	424.288	393.636	343.244	270.714	254.490	389.270	540.270
Dividendos por pagar CP	0	0	0	171.118	0	12.275	0
Impuestos por pagar CP	0	0	0	0	0	72.663	35.978
Remun. y cargas soc. CP	65.604	232.910	112.084	56.235	95.214	91.136	205.181
Otros pasivos CP	267.505	408.922	618.203	240.331	250.880	160.553	219.517
Pasivo circulante	839.959	1.114.768	1.249.131	790.960	725.626	814.233	1.020.012
Deudas financieras LP	526.951	487.846	300.927	235.967	115.048	48.353	29.460
Prov. p/ beneficios sociales	504.943	494.299	521.095	312.255	402.438	365.573	572.170
Provisión de contingencias	0	0	0	0	0	63.657	62.564
Interés minoritario	0	0	0	1.671	1.710	2.327	1.711
Pasivo total	1.871.853	2.096.913	2.071.153	1.340.853	1.244.822	1.294.143	1.685.917
Capital social	1.980.017	4.537.003	3.591.142	1.417.853	1.580.013	1.335.430	1.000.604
Superávit de cap. pagado	24.653	0	0	19.036	21.214	21.069	15.372
Reservas de capital	198.243	0	0	153.080	170.588	133.543	100.060
Sobreprecio venta acc.	0	0	0	-211.282	-235.449	0	0
Reservas varias	42.956	0	0	49.756	-3.900	-10.213	-38.012
Utilidades retenidas	2.569.975	0	0	960.413	774.835	668.565	626.808
Patrimonio neto	4.815.844	4.537.003	3.591.142	2.388.856	2.307.301	2.148.394	1.704.832
<b>Pasivo + patrimonio neto</b>	<b>6.687.697</b>	<b>6.633.916</b>	<b>5.662.295</b>	<b>3.729.709</b>	<b>3.552.123</b>	<b>3.442.537</b>	<b>3.390.749</b>
<b>Estado de resultados</b>							
Ingresos operacionales	2.646.402	2.607.876	3.011.908	1.909.411	1.994.544	2.138.866	2.366.694
(-) Costo de ventas	-2.428.057	-2.578.355	-2.818.115	-1.831.610	-1.919.278	-1.952.365	-2.406.768
Resultado operativo EBIT	218.345	29.521	193.793	77.801	75.266	186.501	-40.074
Efectos de financiamiento	-65.660	-44.412	-16.107	-11.867	-10.303	13.152	42.336
Otros ingresos (gastos)	5.984	-5.469	-16.537	-5.219	-23.783	8.510	0
Resultado antes impuestos	158.669	-20.360	161.149	60.715	41.180	208.163	2.262
Impuesto a las ganancias	21.061	50.630	56.760	16.736	22.245	47.496	-97.463
Result. después de impuestos	<b>137.607</b>	<b>-70.990</b>	<b>104.389</b>	<b>43.979</b>	<b>18.935</b>	<b>160.667</b>	<b>99.725</b>

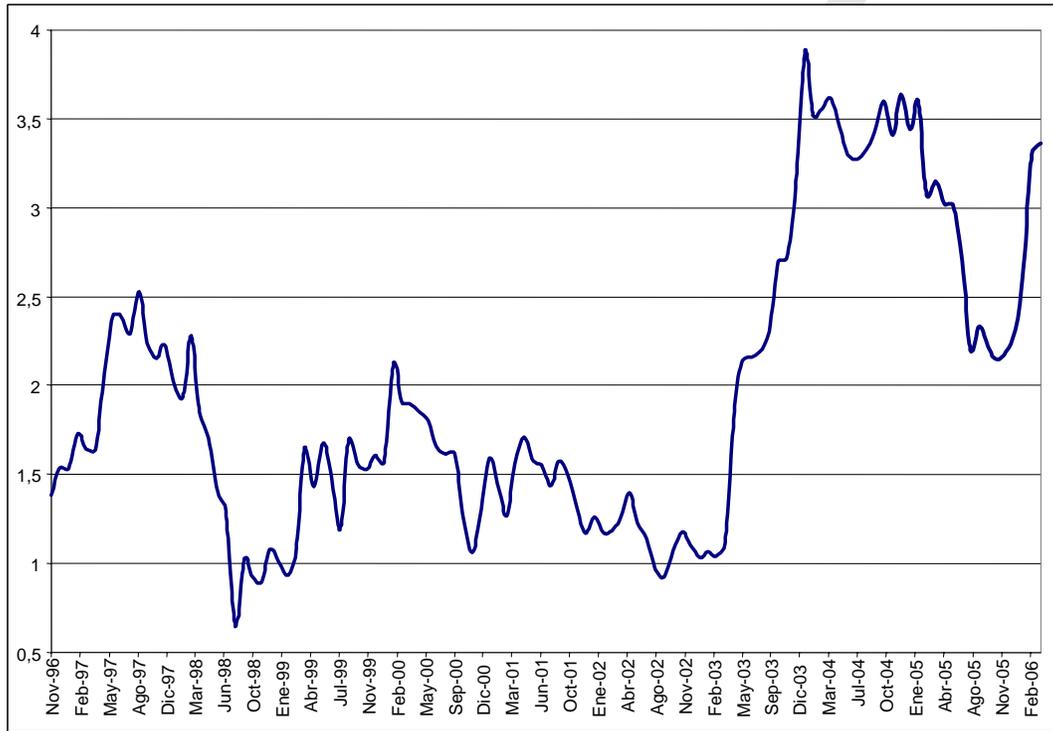
Fuente: Economática

## B) Proyección de flujos de caja para Cantv

Moneda (en millones) Año: al 31 de diciembre de cada año	PROYECCIONES ESTIMADAS						
	US\$ 2004	US\$ 2005	US\$ 2006	US\$ 2007	US\$ 2008	US\$ 2009	US\$ 2010
<b>Actividades operativas</b>							
Ingreso neto	160	100	221	337	486	645	889
<u>Ajustes para reconciliar el ingreso con el efectivo neto:</u>							
Pérdida (ganancia) en posición monetaria neta	13	-15	9	10	11	13	17
Pérdida (ganancia) neta en cambio	-3	-15	9	10	11	13	17
Ganancia en venta de inversiones	-7	0	0	0	0	0	0
Depreciación y amortización	501	385	545	576	521	486	470
Provisión por incobrables	46	16	42	47	55	67	85
Provisión por obsolescencia de inventarios	25	-	34	53	76	101	139
Provisión por contingencias legales	57	32	79	120	173	230	317
Cambio en activos y pasivos circulantes	5	116	5	5	5	5	5
Cambio en activos y pasivos no circulantes	-5	-91	-5	8	7	-6	7
<b>Efectivo neto de actividades operativas</b>	<b>792</b>	<b>528</b>	<b>939</b>	<b>1.166</b>	<b>1.345</b>	<b>1.554</b>	<b>1.946</b>
<b>Actividades de inversión</b>							
Adquisiciones de <i>software</i> (neto)	-32	-66	-41	-34	-28	-16	-14
Gasto en inversiones de capital (neto)	-247	-380	-413	-356	-296	-262	-250
<b>Efectivo neto en actividades de inversión</b>	<b>-279</b>	<b>-446</b>	<b>-454</b>	<b>-390</b>	<b>-324</b>	<b>-278</b>	<b>-264</b>
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>513</b>	<b>82</b>	<b>485</b>	<b>776</b>	<b>1.021</b>	<b>1.276</b>	<b>1.682</b>
<b>Actividades de financiamiento</b>							
Fondos provenientes de endeudamiento		32	5	13	21	10	6
Pagos de deuda	-121	-131	-25	-10	-5	-4	-2
Pago de dividendos	-232	-193	-289	-481	-603	-745	-1,022
Compra acciones fondo de trabajadores	2	-1	-2	-2	-2	0	1
<b>Efectivo neto usado en financiamiento</b>	<b>-351</b>	<b>-293</b>	<b>-311</b>	<b>-480</b>	<b>-589</b>	<b>-739</b>	<b>-1,017</b>
<b>Efectivo disponible</b>	<b>162</b>	<b>-211</b>	<b>174</b>	<b>296</b>	<b>432</b>	<b>537</b>	<b>665</b>

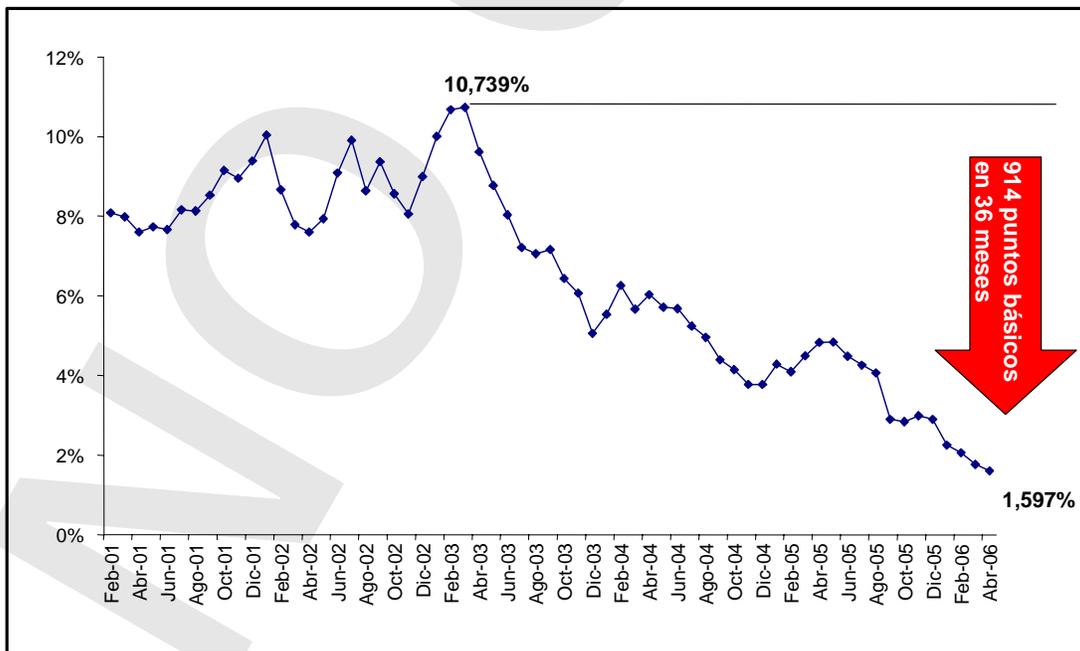
**Fuentes:** (i) Burkenroad Reports Latin America (2005). Cantv Junio 2005. Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA). Caracas – Venezuela. (ii) Cantv (2006). Fourth Quarter Results 2005 and Guidance 2006. (iii) Cantv Investor Relations. Caracas – Venezuela. (iv) Cálculos propios.

C) Precio de la acción de Cantv en US\$ - Mercado venezolano de valores



Anexo 2

Spread deuda soberana vs. bonos del Tesoro de EE UU



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

## Anexo 3

## Comparación de Venezuela y México

	<b>Venezuela</b>	<b>México</b>
<b>Sistema político</b>	El sistema político es democrático y participativo. El 15 de diciembre de 1999 se promulgó una nueva Constitución, en la que se le da un mayor poder al gobierno central y al Estado en general. El balance de poder entre el Ejecutivo Nacional y la Asamblea Nacional tiende a recaer sobre el Presidente. Tradicionalmente los principales partidos políticos (como Acción Democrática y Copei) eran de centro. A partir de 1998 el Sr. Hugo Chávez, del izquierdista Polo Patriótico, ha asumido el rol preponderante de la política nacional y los partidos tradicionales han perdido relevancia.	El sistema político es democrático y representativo. El Partido Revolucionario Institucional (PRI) gobernó ininterrumpidamente por más de 70 años, hasta que en el año 2000 resultó electo Presidente el Sr. Vicente Fox, candidato del partido centro-derechista PAN. En las más recientes elecciones nacionales ganó nuevamente un candidato del PAN, Felipe Calderón, por un margen de votos bastante estrecho sobre el izquierdista López Obrador, del partido PRD.
<b>Economía</b>	La industria petrolera ha sido la principal fuente de ingresos fiscales y generadora de divisas extranjeras. Como consecuencia, la economía nacional está altamente ligada a las fluctuaciones de los precios del petróleo. Para el año 2000, esa industria representaba más del 28% del PIB, 82% del valor total de las exportaciones y aproximadamente 69% de los ingresos corrientes del gobierno. Desde 2003 existe un tipo de cambio fijo.	La economía mexicana es de libre mercado y el tamaño que en ella ocupa el gobierno se ha venido reduciendo de manera vertiginosa, para dar paso al sector privado. Más de un tercio de los ingresos del Estado provienen del sector petrolero. Dada su proximidad con los Estados Unidos y los acuerdos de libre comercio con su vecino del Norte y Canadá, la economía mexicana está sujeta a los ciclos económicos estadounidenses.
<b>Sector telecomunicaciones</b>	Las telecomunicaciones son el sector no petrolero de mayor crecimiento en la economía venezolana. Si en 1990 representaban menos del 1% del PIB, dos años más tarde su contribución a éste era de 1,7%, llegaba a 4,4% en 1995 y a más del 6% en 1999. Para 2005 ya estaba por el orden del 16,2%. Esto lo convierte en el tercer sector no-petrolero en importancia, luego de los servicios de intermediación financiera (medidos indirectamente) y de las instituciones financieras y seguros, que cuentan con 29,1 y 24%, respectivamente.	A raíz de la privatización de Telmex y la apertura del sector de las telecomunicaciones a empresas nacionales y extranjeras, a mediados de la década de 1990, el sector ha vivido un crecimiento importante, no sólo en clientes y diversidad de productos sino en su participación en la economía del país, que ha pasado de menos de 3% del PIB en 1994 a más de 9% para el año 2004.
<b>Inversiones extranjeras</b>	El gobierno actual ha abandonado sus políticas de promoción de nuevas inversiones extranjeras, y pasado más bien a restringir las operaciones de las compañías extranjeras, especialmente en el sector petrolero. Existe una nueva ola de estatización o capitalismo de Estado, con mayor injerencia estatal en la actividad económica.	El gobierno promueve las inversiones extranjeras. Los Estados Unidos representan más del 65% de la inversión extranjera directa en el país. Reducciones sustanciales de tarifas han mejorado el ambiente de inversión en suelo mexicano.
<b>Sistema legal y regulatorio</b>	El sistema legal tiene sus orígenes en el sistema romano y por lo tanto se basa en un código civil. Los tribunales tienen un rol limitado en la interpretación de la ley y no hay total transparencia en la aplicación de la justicia, lo que incrementa los costos de hacer negocios. Para julio de 2006 se encontraba en discusión una nueva Ley de Promoción y Estímulo a la Competencia. En el renglón de patentes y propiedad intelectual, Venezuela cuenta con un sistema de protección que se halla entre los más avanzados del mundo, pero su aplicación es baja.	El sistema legal tiene sus orígenes en el sistema romano y por lo tanto se basa en un código civil. Los procesos judiciales suelen ser lentos y existen altos niveles de impunidad, especialmente en casos de narcotráfico y secuestros. La Comisión Federal de Competencia es el ente encargado de la promoción de la competencia y de sancionar prácticas monopólicas. También se han implementado amplias políticas de desregulación económica para impulsar la competencia.
<b>Impuestos</b>	Los impuestos corporativos han sido reducidos del 50% al 34% para actividades diferentes al petróleo; adicionalmente, los impuestos a los dividendos fueron eliminados y otras formalidades han sido simplificadas. Los individuos son pechados con un impuesto progresivo que va del 6% al 34%. En cuanto al impuesto al valor agregado, fue reducido a 14% en agosto de 2005.	La tasa de impuestos corporativos es de 35%. Los impuestos residenciales son graduales y a tasas marginales, con un máximo de 35%. Los no residentes pagan impuestos sólo de fuentes de ingresos mexicanos, a una tasa del 30%. Las ganancias de capital, tanto para residentes como para no residentes, están sujetas a reglas especiales.

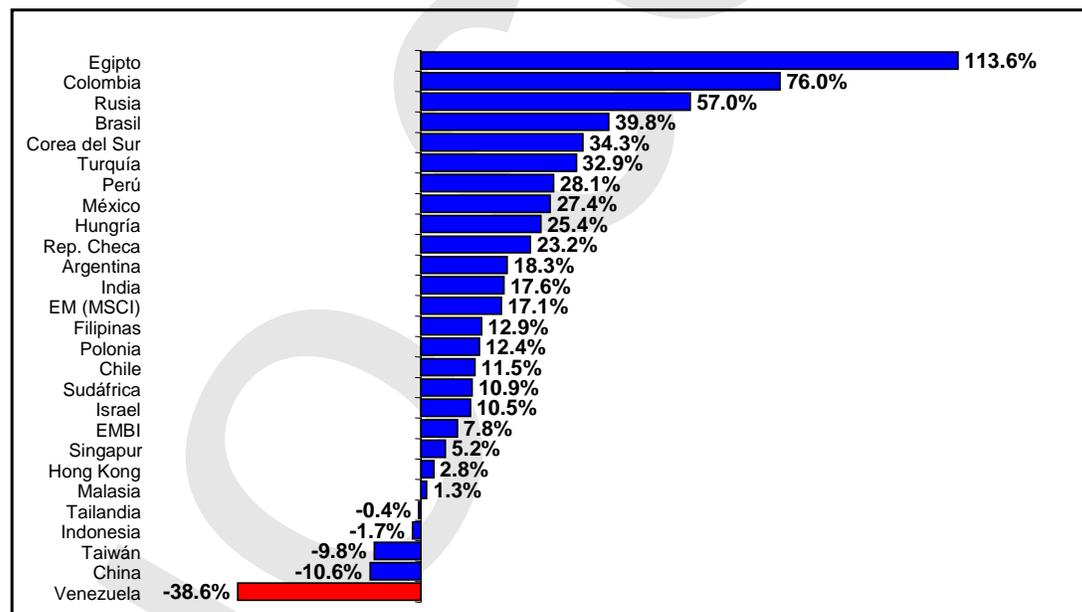
## Anexo 4

## Adquisiciones del grupo Telmex – América Móvil en Latinoamérica

Empresa	País	Monto	Fecha	Comentarios
TIM Perú	Perú	US\$ 512 millones	Agosto 2005	América Móvil S.A. de C.V. adquirió en agosto de 2005 el 100% de la operación de TIM Perú, empresa controlada por Telecom Italia Mobile S.p.A. Desde entonces, y con el nombre de América Móvil Perú, opera bajo la marca registrada "Claro" y brinda cobertura en los 24 departamentos de esa nación andina. En el momento de la adquisición ya contaba con más de 1.4 millones de clientes y había alcanzado el 31% de participación en el mercado peruano.
Smartcom	Chile	US\$ 472 millones	Agosto 2005	América Móvil S.A. de C.V. adquirió en agosto de 2005, de manos de la sociedad española Endesa Participadas S.A., el 100% de la operadora chilena Smartcom S.A. ("Smartcom"), que proporciona en Chile servicios de telefonía móvil y de valor agregado a escala nacional. Al cierre de junio 2006, Smartcom contaba con aproximadamente 1.7 millones de suscriptores celulares.
Embratel	Brasil	US\$ 628 millones	Agosto 2004	En el año 2004, el grupo mexicano Telmex adquirió el 100% de la brasileña Embratel.

**Fuentes:** Disponible en línea: <http://www.americamovil.com/> (consulta: 12/07/2006).  
 "The Telecom King of Latin America". *Businessweek Magazine*, 29 de marzo 2004. Disponible en línea: [http://www.businessweek.com/magazine/content/04\\_13/b3876093\\_mz058.htm](http://www.businessweek.com/magazine/content/04_13/b3876093_mz058.htm), (consulta: 12/07/2006)

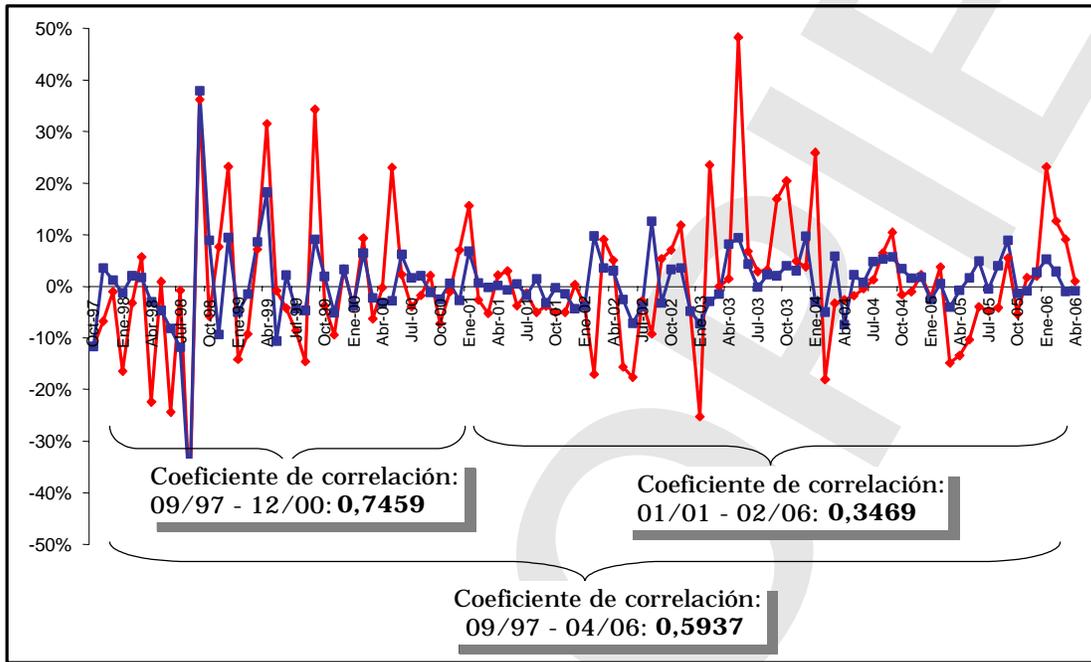
## Anexo 5

Rendimiento de los mercados de valores de países emergentes  
(% de cambio entre 31/12/2004 y 31/12/2005)

**Fuente:** Bloomberg

Anexo 6

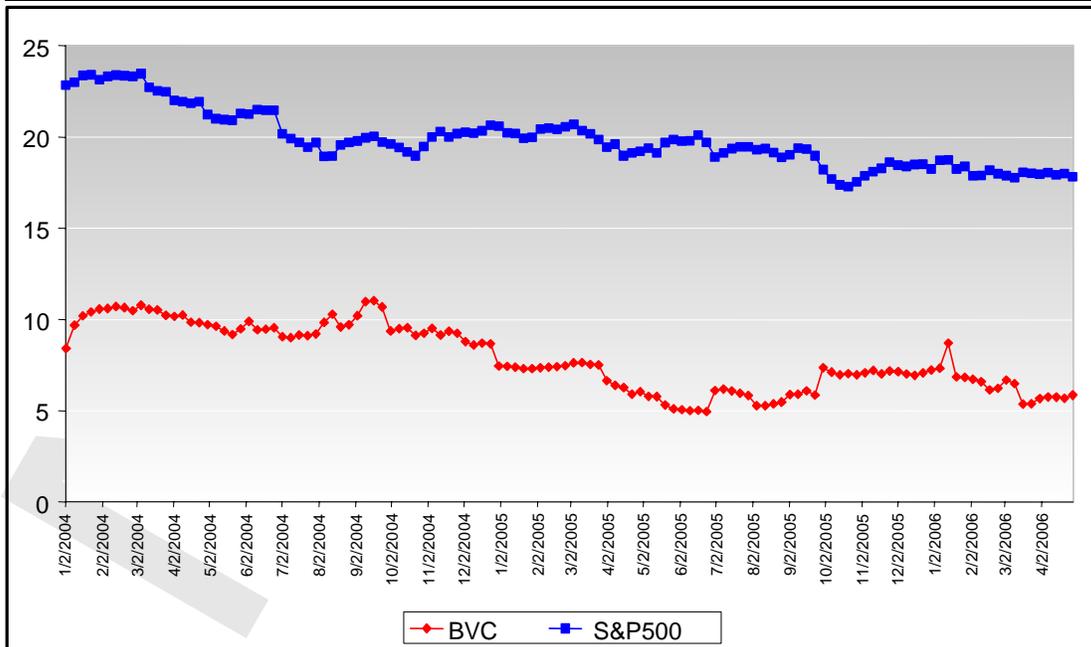
Variación mensual de precios: Global 2027 e IBVC (en %)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

Anexo 7

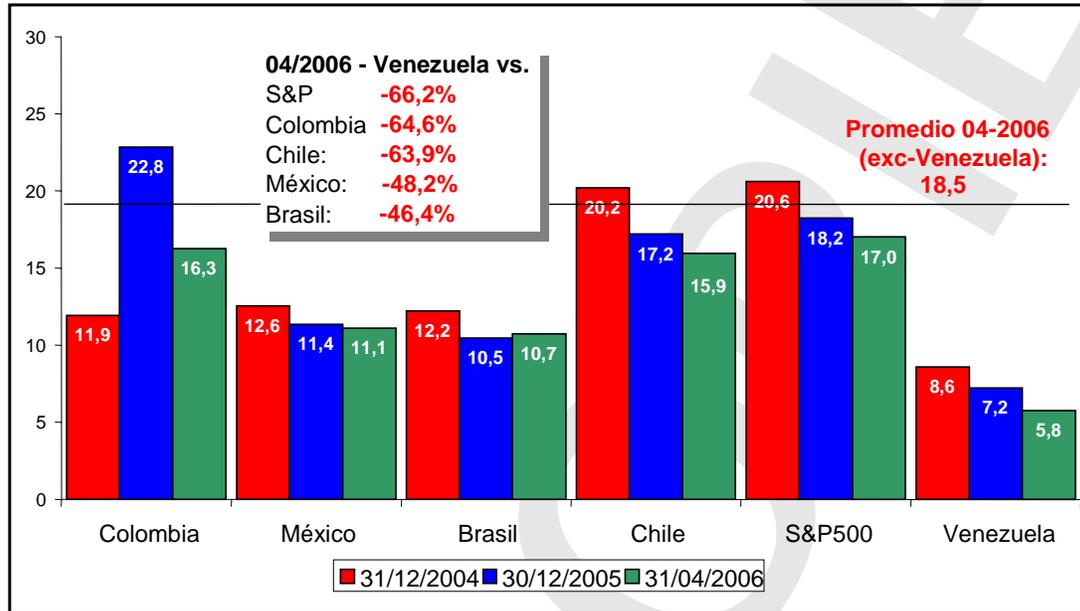
Relación precio/utilidad (P/E): BVC y S&P500 (2004 – abril 2006)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

Anexo 8

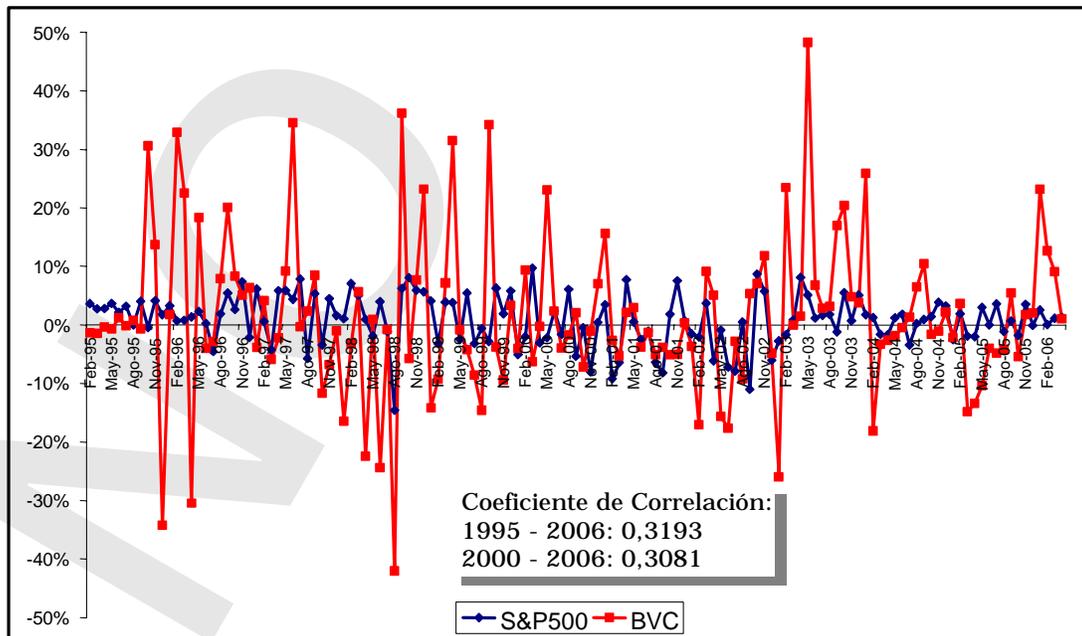
Relación precio/utilidad (P/E) en bolsas de valores de América Latina (2004 – abril 2006)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

Anexo 9

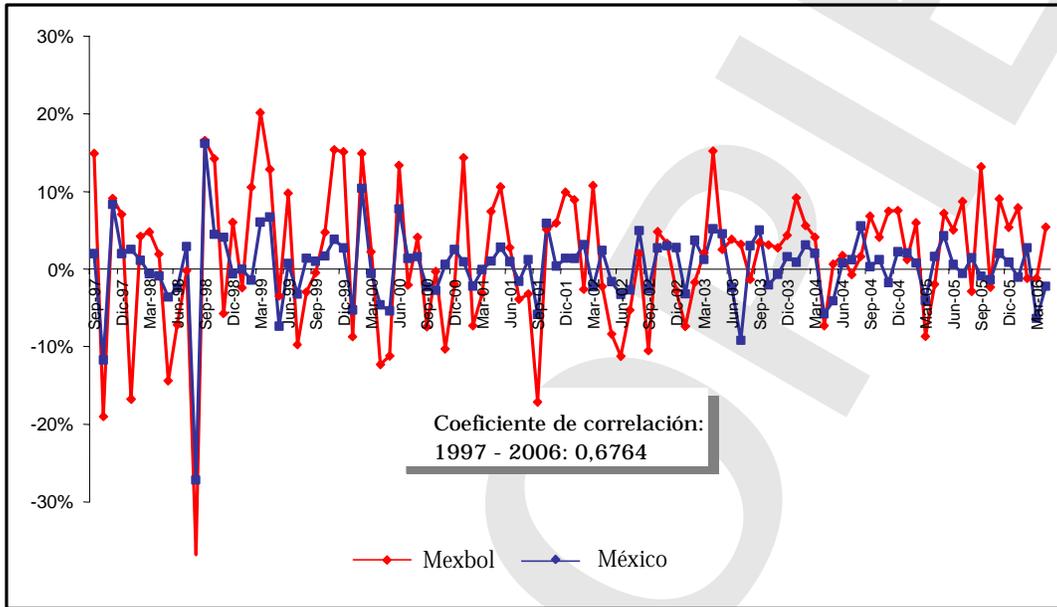
Variación mensual de retornos: S&P500 y BVC (en %) (1995 – abr. 2006)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

Anexo 10

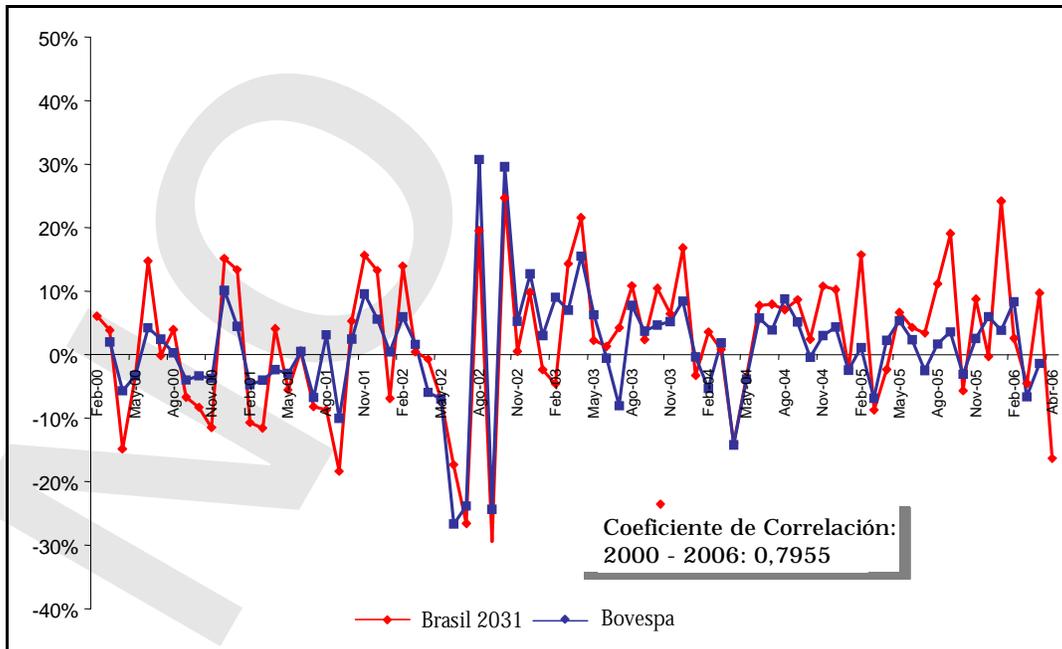
Variación mensual de retornos: México 2026 y Mexbol (en %) (sep. 1997 – abr. 2006)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios

Anexo 11

Variación mensual de retornos: Brasil 2031 y Bovespa (en %) (ene. 2000 – abr. 2006)



Fuente: Bloomberg, cálculos propios