



SOCIEDAD ARGENTINA DOCENTES EN ADMINISTRACION FINANCIERA

CASOS DE NEGOCIOS

*Impsat, Inc.
Un caso de valuación*

CUADERNOS DE FINANZAS **51**

DOCUMENTOS DE TRABAJO DE SADAF

Agosto 2000

IMPSAT, Inc

Un caso para analizar el valor fundamental y el precio de una empresa

El caso de Impsat, Inc. permite aplicar las técnicas de valuación desde la perspectiva de inversores financieros y estratégicos. Se puede utilizar para estudiar los aspectos que influyen en el valor de manera significativa en una empresa de tecnología y servicios de comunicación. También permite comentar las etapas del financiamiento en el lanzamiento de estas empresas y su crecimiento posterior.

Caso de estudio desarrollado por Ricardo A. Fornero (U.N.Cuyo) sobre la base de información pública acerca de la empresa, adaptada para la utilización didáctica.

En febrero 2000 Impsat Fiber Networks, Inc. hizo la oferta pública inicial de 12,6% de su capital, 11.5 millones de acciones que se colocaron a \$ 17. El ingreso bruto fue \$ 195.5 millones (después de gastos y comisiones, \$ 180.8 millones). Considerando este precio, el capital de la empresa fue valuado por los inversores en \$ 1.550 millones.

Poco menos de un año antes, en abril 1999, se emitieron 11.9 millones de acciones para un aporte de \$ 125 millones que realizó una subsidiaria de British Telecommunications. Esto representaba el 16.7% del capital; por tanto, en ese momento el valor del capital se estableció en \$ 750 millones.

El año anterior, en marzo 1998 inversores de Morgan Stanley adquirieron acciones preferidas rescatables en \$ 125 millones. Estas acciones fueron canjeadas por 14.9 millones de acciones comunes al realizar la oferta pública. Entonces, el valor asignado al capital en esa transacción fue \$ 500 millones.

¿A qué puede atribuirse que en esos dos años el valor del capital se triplicó?

Los negocios de Impsat. Impsat brinda servicios de redes privadas de telecomunicaciones y de Internet en América Latina. Ofrece servicios diseñados a medida referidos a integración de datos, voz e Internet, con énfasis creciente en la transmisión de banda ancha para compañías nacionales y multinacionales, instituciones financieras y agencias del gobierno. También ofrece servicios de Internet a proveedores de servicio y contenido.

Tiene operaciones en Argentina, Colombia, Venezuela, Ecuador, México, Brasil y Estados Unidos. Los servicios de telecomunicaciones e Internet se prestan con redes propias, que consisten en enlaces de fibra óptica y radio, telepuertos y estaciones de tierra, con enlaces contratados de fibra óptica y satélite. Posee y opera 12 redes en áreas metropolitanas, incluyendo Buenos Aires, Bogotá, Caracas y Sao Paulo.

Está construyendo una red de fibra óptica que abarque América Latina, lo cual permitirá a la empresa mejorar los servicios y aumentar significativamente la capacidad y velocidad de transmisión. En 1999 ya había completado la conexión en las principales ciudades de Colombia, y se prevé que a fines de 2000 estará terminada

a fines de 2000 estará terminada la conexión entre las principales ciudades de Argentina y Brasil.

En el anexo B se reproduce un resumen de la información de los servicios que ofrece la empresa.

Origen y evolución de Impsat. Las operaciones de Impsat se iniciaron en 1990 en Argentina, financiadas por el Grupo Impsa (Industrias Metalúrgicas Pescarmona), como red de servicios de comunicaciones a empresas y proveedor minorista de Internet. En 1991 comenzaron las actividades en Colombia y un año después en Venezuela. En 1994 se organizó Impsat Fiber Networks, Inc. combinando estos tres negocios. Con posterioridad se formaron las subsidiarias en los otros países. En 1999 las operaciones minoristas de Internet se transfirieron a El Sitio, e Impsat ha quedado definida como empresa para desarrollos de base en telecomunicaciones y servicios.

El capital se fue ampliando sucesivamente, con aportes de inversores financieros (a través de Morgan Stanley), un socio estratégico (British Telecommunicatios), y finalmente la oferta pública de las acciones. También se han emitido obligaciones, para encarar las inversiones dentro del plan de expansión.

En el cuadro 1 se resumen los principales componentes patrimoniales. En el activo al 31/12/99 la inversión en El Sitio, Inc. es una participación de 15,4% en el capital, originada en la transferencia de los servicios minoristas de Internet (de Impsat Brasil en octubre 1999 y de Impsat Argentina en noviembre 1999). Se recibieron acciones preferidas rescatables, que se canjearon por acciones comunes al realizarse la oferta pública inicial de El Sitio, en diciembre 1999.

El costo total de esa participación fue \$ 21.5 millones, y en el estado patrimonial se ha valuado al precio de mercado en la fecha del balance; la diferencia se ha imputado como ganancia no realizada en el patrimonio. La inversión está sujeta al riesgo de ese negocio, y no existen coberturas para esa exposición. (El valor de El Sitio a ese precio de mercado es \$ 1.500 millones; el valor del capital en el momento de la oferta pública inicial de esa empresa fue \$ 650 millones. El máximo fue una valoración de mercado de \$ 1.800 millones. En junio 2000, considerando el precio de mercado, la empresa es valorada en \$ 250 millones.)

Ventas y resultados. Las ventas de Impsat en 1999 fueron \$ 228 millones; con respecto a 1998 el crecimiento fue 10%. Actualmente la mitad de las ventas corresponden a las operaciones en la Argentina:

Ventas (millones de \$)	1995	1996	1997	1998	1999
Ventas consolidadas	105.6	128.4	161.1	208.1	228.5
Ventas Impsat Argentina	82.1	87.1	99.7	100.5	110.2
Participación %	78%	68%	62%	48%	48%

Las ventas de las sociedades de cada país se muestran en el cuadro siguiente (las

cifras no están consolidadas: incluyen transacciones entre las compañías).

Ventas (millones de \$)	1997	1998	1999
Impsat Argentina	99.7	100.5	110.2
Impsat Colombia	50.1	60.4	61
Impsat Venezuela	9.2	15.4	23.2
Impsat Ecuador	5.7	10.4	13.4
Impsat México	1.8	4.5	3.6
Impsat Brasil y Mandic		12.1	15.3
Impsat USA	7.9	14.6	17.2
<i>Total</i>	174.4	217.9	243.9

El cuadro 2 muestra los componentes del resultado. El resultado operativo fuertemente negativo en 1999 se origina principalmente en:

- La amplitud de la recesión en América Latina, que restringió el crecimiento de las ventas, e implicó la subutilización de la capacidad satelital contratada
- La demanda requiere cada vez más enlaces de banda ancha, con un mayor costo de alquiler de redes de terceros
- El costo de capacidad alquilada por ambos conceptos pasó de \$ 29 millones en 1998 a \$ 45 en 1999 (15% y 20% de las ventas, respectivamente)
- La presión competitiva sobre los precios, especialmente en Argentina y Colombia, los principales mercados de la empresa
- Los gastos de desarrollo de la red de banda ancha y de las operaciones en Brasil, ambas en una etapa inicial)
- Un aumento de la provisión para créditos por ventas de dudoso cobro, que ha pasado de 17,5% del saldo a cobrar en 1998 a 27,5% en 1999. Esto se origina en la situación económica en la región. Los saldos fueron:

	1998	1999
Cuentas por cobrar	57.1	72.0
Provisión cuentas dudosas	(10.1)	(19.8)
Créditos por ventas (neto)	47.0	52.2

- El cambio en la depreciación de los equipos de telecomunicaciones, considerando los avances tecnológicos en el sector. Estos equipos están sujetos a una rápida obsolescencia tecnológica, y se ha reducido la vida útil de algunos equipos de 10 a 5 años. Esto ha significado un cargo adicional de \$ 52 millones.

Los ingresos de 1999 incluyen \$ 8.6 millones de facturación por servicios minoristas de Internet en Argentina y Brasil transferidos a El Sitio durante 1999, y \$ 2.0 millones en Colombia, transferidos en abril 2000.

Inversiones y financiamiento en 2000. Las inversiones previstas en 2000 para el desarrollo de los segmentos de la red de banda ancha en Argentina y Brasil son \$ 246 millones. En octubre 1999 se realizó un acuerdo con Nortel Networks para el financiamiento de largo plazo de \$ 297 millones, con vencimiento en 2006.

En julio 1999 se realizó un acuerdo con Global Crossing para el uso conjunto de las redes de fibra óptica de Global Crossing en todo el mundo y del enlace transandino que Impsat comenzó a construir en setiembre 1999 (uniendo la costa atlántica de Argentina con la costa pacífica en Valparaíso, Chile). Esto implica contratos de uso de los ductos de Impsat y Global Crossing, y permite a Impsat el acceso internacional. Impsat construirá los tramos terrestres que conecten los puntos de llegada de los tendidos submarinos de Global Crossing en Brasil, Colombia, Perú y Venezuela a las principales ciudades de esos países.

Las otras inversiones de capital para los negocios de telecomunicaciones requerirán \$ 148 millones.

El saldo disponible en diciembre 1999 corresponde a las partes no utilizadas de las colocaciones de obligaciones de junio 1998 y del aporte de British Telecommunicatio en abril 1999.

Además de los ingresos por la oferta pública inicial (\$ 229 considerando la oferta pública y la colocación privada) en febrero 2000 se ha realizado la colocación privada de obligaciones con vencimiento en 2005, por \$ 300 millones.

Con esto, la empresa dispone de financiamiento de \$ 830 millones para las operaciones, considerando el plan de inversiones hasta 2002.

Perspectivas de la empresa. La dirección considera que el desarrollo de la red de banda ancha en Argentina y Brasil se completará a fin de 2000. En ese momento se trasladarán a los clientes actuales a la nueva red.

Además, se estima que el mercado accesible se expandirá significativamente, por el crecimiento del mercado de servicios de telecomunicaciones para empresas y por la

desregulación de las telecomunicaciones en estos países. Esto proporcionará la oportunidad de ofrecer servicios de Impsat a los nuevos entrantes.

También señala la empresa que se espera una disminución del margen de EBITDA en 2000 en comparación con los períodos anteriores, debido a los costos del desarrollo de la estrategia de banda ancha y mientras se completa la expansión de las operaciones en Brasil.

A partir de 2001 se espera que los márgenes aumenten por el crecimiento de clientes en la red de banda ancha, con lo cual se alcanzarán economías de escala. Esto aún considerando que aumentarán los costos de mantenimiento de la red, y también los gastos generales y de venta, según crezcan las operaciones en Brasil.

La empresa apunta a un mercado diversificado geográficamente, pero los resultados de las operaciones están influidos por

las condiciones económicas y financieras en que se desenvuelvan las economías de América Latina.

En los servicios actuales se observa una fuerte presión sobre los precios. Por tanto, existe una disminución de ingresos por unidad satelital de capacidad. El crecimiento en los mercados más explotados (como Argentina y Colombia) tiende a disminuir. Para compensar este menor crecimiento la empresa busca proveer nuevos servicios mediante la red de banda ancha, y expandir sus operaciones a otros países. Ya se han iniciado las actividades en Chile y Perú.

Valuación. En el cuadro siguiente se establecen valores de Impsat en función del flujo de fondos para el período 1999/2004, considerando posibles tasas de crecimiento del margen, así como el crecimiento posterior a 2004.

Valuación a comienzos de 2000				
Tasa de actualización	25%	23%	20%	20%
Valor actual de los 5 años (2000/2004)	(261)	(260)	(259)	(259)
Crecimiento anual del flujo operativo después de 2004	18%	17%	16%	14%
Valor posterior	1,009	1,266	2,130	1,395
Efectivo disponible inicial	100	100	100	100
Valor atribuido a la Inversión en El Sitio	150	150	150	150
<i>Valor del negocio</i>	999	1,255	2,121	1,386
Pasivo financiero	439	439	439	439
Otros pasivos	90	90	90	90
<i>Valor del capital</i>	470	726	1,592	857

Estimación del flujo de fondos						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Crecimiento de ventas		20%	30%	35%	25%	25%
Ventas	230	276	359	484	605	757
% EBITDA	15%	12%	20%	25%	35%	40%
EBITDA	34	33	72	121	212	303
Inversiones fijas		400	150	150	120	120
Flujo de fondos operativo		(367)	(78)	(29)	92	183

Con estas premisas se obtiene un valor similar al atribuido en las operaciones de financiamiento que ha realizado Impsat.

Observando el cuadro surgen algunos interrogantes: ¿Son sostenibles las premisas? ¿Cuáles son los factores críticos en la valuación? ¿Qué características tiene el ne-

gocio? (considere la tipología de negocios incluida en el anexo A según las perspectivas de los inversores financieros ¿dónde se ubica Impsat en este continuo?)

¿Cuáles son los impulsores de valor más importantes en Impsat? (impulsores tales como volumen de negocios, desarrollo de prestaciones, captación de clientes, integración en una red de empresas). ¿Debería utilizarse otro esquema de valuación?

¿Cómo debe considerarse el financiamiento del negocio? En sus comunicaciones a los inversores la empresa enfatiza que las operaciones están completamente financiadas con fondos ya disponibles. ¿Qué papel

tiene esto en la perspectiva de valuación que se ha adoptado?

Los fondos disponibles para el plan de inversiones de los primeros años se han obtenido con colocación de capital y deuda al comienzo de 2000. El cálculo de valor se ha realizado con el pasivo financiero existente a fines de 1999. Esa forma de financiamiento ¿influye en el valor de la empresa?

Con el pronóstico de EBITDA utilizado en la valuación durante los primeros años la empresa tiene pérdida neta (después de incluir las depreciaciones y los intereses). ¿Qué efecto tiene esta situación en el valor patrimonial?

Para el análisis del caso también se sugiere:

- Considerar la evolución de Nasdaq y la cotización de Impsat
- Leer el artículo *Cómo valorar a las “punto com”*, de McKinsey, publicado en *Gestión*, mayo/junio 2000, págs. 63/70
- Leer el artículo *La fiebre de los IPOs en Internet*, Apertura, Setiembre 1999

Cuadro 1. Estados patrimoniales de Impsat Fiber Networks, Inc. (millones de \$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Caja e inversiones transitorias	6.2	28.9	10.4	90.0	97.5
Demás activos corrientes	30.7	39.4	54.6	69.1	81.5
<i>Total activo corriente</i>	<i>36.9</i>	<i>68.3</i>	<i>65.0</i>	<i>159.1</i>	<i>179.0</i>
Bienes de uso	199.7	227.1	255.4	330.7	310.3
Red de banda ancha					71.9
Participaciones varias (1)	5.4	9.3	10.2	10.7	10.2
Participación en El Sitio, Inc					225.7
Otros activos no corrientes	7.1	10.5	9.3	26.7	31.2
<i>Total activo</i>	<i>249.1</i>	<i>315.2</i>	<i>339.9</i>	<i>527.2</i>	<i>828.3</i>
Cuentas por pagar y otras	31.3	35.2	43.0	57.4	83.1
Cuentas proveedor red de banda ancha					46.2
Anticipos clientes red de banda ancha					23.2
Impuesto diferido				0.1	51.9
Préstamos (3)	97.5	42.9	60.4	40.4	38.7
<i>Total pasivo corriente</i>	<i>128.8</i>	<i>78.1</i>	<i>103.4</i>	<i>97.9</i>	<i>243.1</i>
Préstamos	30.2	156.2	159.7	379.3	399.4
Otros pasivos no corrientes	6.2	3.8	3.0	3.4	16.5
<i>Total pasivo</i>	<i>165.2</i>	<i>238.1</i>	<i>266.1</i>	<i>480.6</i>	<i>659.0</i>
Participación minoritaria	28.5	30.2	10.4	13.1	5.0
<i>Patrimonio neto (4)</i>	<i>55.4</i>	<i>46.9</i>	<i>63.4</i>	<i>33.5</i>	<i>164.3</i>

(1) En compañías que contratan tiempo satelital

(2) Participación de 15.4% del capital de El Sitio Inc, adquirida con un aporte de \$ 21.5 y valuada a precio de mercado

(3) Deuda de corto plazo y parte corriente de deuda de largo plazo

(4) Incluye acciones preferidas y ganancias no realizadas por inversión según (2)

Cuadro 2. Estados de resultados de Impsat Fiber Networks, Inc. (millones de \$)

	1995	1996	1997	1998	1999
Ventas netas	105.6	128.4	161.1	208.1	228.5
Costos y gastos directos (1)	(26.6)	(35.7)	(51.6)	(67.4)	(105.0)
Remuneraciones	(22.2)	(25.6)	(29.1)	(38.2)	(46.2)
Gastos comerciales y generales	(26.1)	(23.0)	(28.2)	(38.7)	(43.4)
Depreciaciones y amortizaciones	(20.6)	(26.3)	(28.7)	(36.9)	(130.1)
<i>Ganancia (pérdida) operativa</i>	<i>10.1</i>	<i>17.8</i>	<i>23.5</i>	<i>26.9</i>	<i>(96.2)</i>
Impuesto a ganancias	0.7	(3.5)	(5.3)	(3.8)	20.7
Otros ingresos (egresos) (2)	2.3	1.9	(0.5)	0.1	7.3
Intereses	(15.7)	(23.2)	(24.3)	(44.7)	(55.6)
(Ganancia) pérdida minoritarios	(1.7)	(1.8)	(1.0)	(2.5)	6.2
<i>Ganancia neta</i>	<i>(4.3)</i>	<i>(8.8)</i>	<i>(7.6)</i>	<i>(24.0)</i>	<i>(117.6)</i>
Dividendos acciones preferidas				(10.0)	(14.0)
Ganancia para acciones comunes	(4.3)	(8.8)	(7.6)	(34.0)	(131.6)
EBITDA	30.7	44.1	52.2	63.8	33.9

(1) Servicios contratados, capacidad alquilada, otros costos directos

(2) En 1999 incluye ganancias por venta del negocio minorista de Internet a El Sitio: \$ 8.9 millones de Impsat Brasil y \$ 5.0 de Impsat Argentina

ANEXO A

Una tipología de las empresas para los inversores financieros actuales

Potencial de crecimiento (de ventas y de ganancias, aunque no son indistintos)



Empresas de los “negocios tradicionales”	Empresas de base de la “alta tecnología”	Empresas montadas sobre la “alta tecnología”
--	--	--

Productores básicos	Relaciones directas con los consumidores	Cobertura amplia	Mercados ya desarrollados y en crecimiento	Con negocios bien desarrollados	Con incierto potencial de desarrollo
---------------------	--	------------------	--	---------------------------------	--------------------------------------

Ejemplos

Siderurgia y metalurgia, Petróleo y energía, Plásticos, Bienes de capital, Bienes de consumo durable	Comercio minorista, Entretenimiento Bienes de consumo inmediato	Telecomunicaciones de base, Farmacéutica	Componentes tecnológicos, Software, Enlaces de comunicación, Tecnología de materiales	Servicios minoristas de Internet, Base de contenidos Aplicaciones biotecnológicas desarrolladas, Servicios tecnológicos para empresas	Enlaces virtuales, Proyectos de contenidos, Proyectos biotecnológicos
--	---	--	---	---	---

Qué predomina en la valoración de los inversores

Tamaño y participación de mercado	Tamaño	Crecimiento del mercado	Tamaño y desarrollo de servicios	Potencial del proyecto
-----------------------------------	--------	-------------------------	----------------------------------	------------------------

La valoración tiene en cuenta principalmente

<p>Las ganancias</p> <p><i>Las expectativas de ganancias tienen gran sensibilidad a pequeños cambios en las ganancias recientes</i></p>	<p>Las ganancias</p> <p><i>Las expectativas de ganancias no necesariamente se revisan de modo brusco según las ganancias actuales</i></p>	<p>Las ventas</p> <p><i>Según las ventas se forman las expectativas de crecimiento de ganancias</i></p>
--	--	--

Posible PER (coeficiente Precio de la acción / Ganancia actual)

10	20	25	50	80	¿150?
----	----	----	----	----	-------