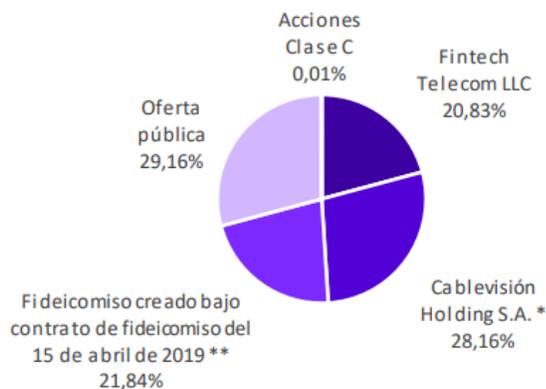


16 de diciembre de 2022  
**Telecom Argentina S.A.**

A comienzos de 2018, las empresas Telecom Argentina (TEO) y Cablevisión Holding (CVH) llevaron a cabo una fusión que convirtió al grupo en el primer operador cuádruple play del país (TV por cable, internet, telefonía móvil y fija).

A partir de allí, CVH se convirtió en la sociedad controlante de TEO, siendo titular en forma directa e indirecta del 28,16% del capital social. El segundo socio más importante de TEO, quedó en manos de Fintech Telecom LLC del empresario mexicano David Martínez con el 20.83% de las acciones.

Un año después de la fusión, en 2019, ambas empresas formalizaron un Fideicomiso de Voto en el cual Fintech Telecom LLC y VLG S.A.U. (controlada 100% por CVH) integraron 21.84% acciones de TEO. En el contrato un co-fiduciario representante de CVH le otorgó a la sociedad el derecho a la toma de decisiones. De este modo, CVH pasó a controlar societariamente más del 50% de las acciones en circulación.<sup>1</sup>



**Fuente:** Presentación institucional.

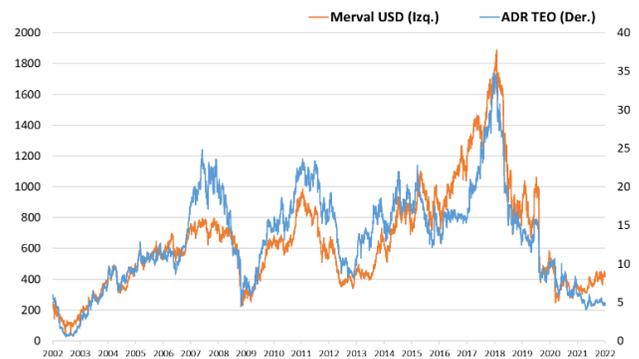
El restante 29.16% de las acciones cotizan en oferta pública. Un 11.34% está en manos del FGS

<sup>1</sup> \* Cablevisión Holding S.A. es titular de forma directa del 18,89% del total del capital social y de forma indirecta del 9,27% del total

de la ANSES y el resto se negocian en los mercados BYMA y NYSE (como ADS).

La fusión convirtió al grupo en el operador de medios más grande del país, con también presencia en Uruguay y Paraguay. En el momento que fue aprobada la fusión por parte de los organismos estatales, la acción de TEO alcanzó su máximo histórico en la bolsa de NY.

A partir de allí, las crisis cambiarias de 2018 y 2019, la declaración a las telecomunicaciones como servicio esencial desde el comienzo de la pandemia y la fuerte crisis económica actual tuvieron como resultado una fuerte contracción de sus balances e hicieron que la cotización de TEO en el exterior se encuentre hoy prácticamente en mínimos históricos, en valores cercanos a las crisis de 2001-2 y 2008.



**Fuente:** Elaboración propia en base a Reuters.

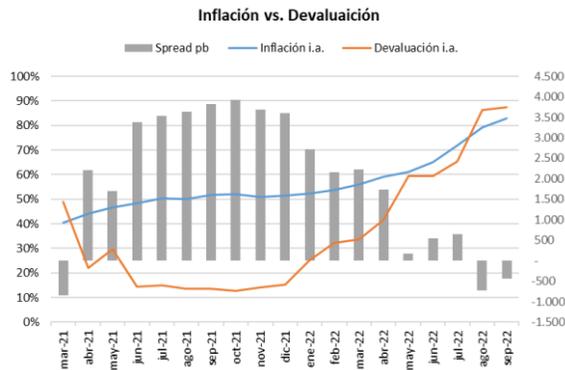
**Últimos Resultados**

Como es usual en nuestros *Resúmenes económicos* se analizarán los estados contables en dólares, utilizando el tipo de cambio oficial mayorista promedio o de cierre según corresponda. Aun así, dadas las fuertes distorsiones macroeconómica locales, la mayor parte del ejercicio 2021, como también los primeros nueve meses de 2022, la tasa de

del capital social a través de VLG S.A.U. \*\* Fiduciarios: Héctor Magnosto y David Martínez.

devaluación corrió ampliamente por detrás de la tasa de inflación.

Con lo cual, dado que los ingresos de la compañía se encuentran en un 93% en moneda local, los resultados contables medidos en pesos constantes presentan importantes diferencias respecto de los medidos en moneda dura. Tomaremos ambas medidas a fin de poder tener un mejor análisis del estado actual de la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y BCRA

Los ingresos totales por ventas para los 9 meses del 2022 medidos al tipo de cambio oficial fueron de USD 3.469 millones, un 15% más comparado a igual periodo de 2021. En contrario, en pesos constantes las ventas caen un 12% respecto al mismo periodo de 2021.

En EBITDA de Telecom alcanzó los USD 995 millones, se mantuvo parciamente sin variaciones en las comparaciones interanuales respecto de 2020 y 2021. En pesos constantes se reduce un 22.6% respecto al mismo periodo de 2021. Esta caída repercute en su margen de EBITDA que cierra en el orden del 29% de las ventas, contrayéndose 387 puntos básicos (pb) respecto de los 9 meses 2021 y 706 pb comparado con 2020.

Por otra parte, registro una pérdida neta por USD 1.204 millones, está perdida se produjo por la desvalorización del valor de llave del negocio<sup>2</sup>. La misma no afecta operativamente a la compañía,

<sup>2</sup> La desvalorización por la llave del negocio se explica por el leve incremento del valor de cotización de la acción de Telecom en pesos no acompaña el incremento inflacionario, cuando los activos fijos si

con lo cual, extrayendo la desvalorización mencionada, la empresa tuvo un resultado neto positivo por USD 327 millones.

Telecom Arg. SA (USD Mill.)	9M22	9M21	Var (%)	9M20	Var (%)
Ingresos	3.469	3.012	15%	2.838	22%
EBITDA	995	981	1%	1.015	-2%
Resultado neto	327	10	-	-17	-
EBITDA Margen	29%	33%	(387) pb	36%	(706) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

## Perfil de deuda

Al cierre del tercer trimestre de 2022, la empresa totalizó una deuda financiera de USD 2.715 millones. El 69% se encuentra en moneda extranjera y el 31% en moneda nacional.

Si consideramos la deuda financiera neta, deuda menos el efectivo y activos financieros líquidos de USD 266 millones, la misma ronda los USD 2.449 millones. Lo que representa un incremento del 8% respecto de 2021 y un aumento del 41% respecto de 2020, debido principalmente a una disminución de su posición de caja.

La deuda neta representa a estos niveles 1,8 veces el EBITDA acumulado de los últimos 12 meses. Por otro lado, observando el EBITDA contra los intereses, el mismo representa 4.5 veces su pago anual. Ambas ratios se muestran estables en relación año anterior, pero se agravan respecto de 2020.

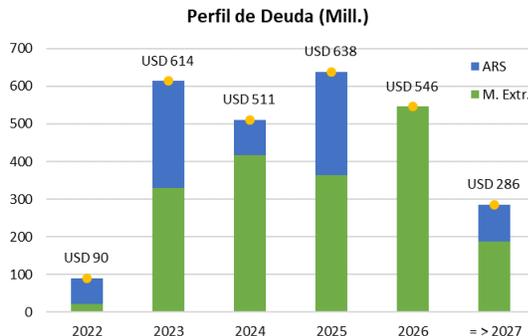
Telecom Arg. SA (USD Mill.)	9M22	9M21	Var (%)	9M20	Var (%)
Deuda Financiera Total	2.715	2.519	8%	2.256	20%
Caja y equivalentes	266	256	4%	514	-48%
Deuda Neta	2.449	2.263	8%	1.742	41%
EBITDA (anualizado)	1.392	1.284	8%	1.398	0%
Deuda Neta/EBITDA (anualizado)	1,8	1,8	0,0	1,2	0,5
Intereses (anualizado)	311	275	13%	275	13%
EBITDA /Intereses (anualizado)	4,5	4,7	-0,2	5,1	-0,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance

A pesar de ello, el nivel de apalancamiento luce equilibrado considerando que el 31% del endeudamiento se encuentra en moneda local y que el 53% de los vencimientos que recaen entre el 2023 y 2024 fueron tomados contra organismos internacionales de crédito. La

incrementan sus valores en función al índice de inflación, de acuerdo con los requerimientos de las normas NIC 29.

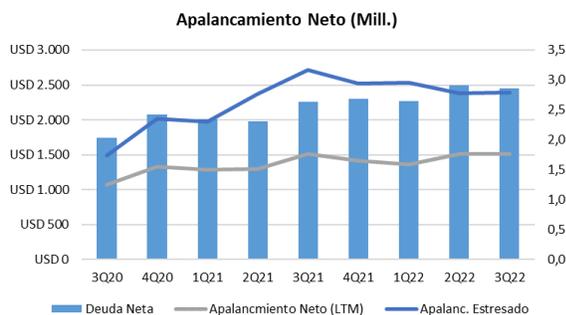
empresa tiene créditos con el Banco Mundial a través de la Corporación Financiera Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

Ahora bien, bajo un escenario de estrés financiero donde a la compañía se le restrinja por completo el acceso al mercado de cambios, esto implicaría dolarizar el flujo operativo y su posición de caja al tipo de cambio contado con liquidación. Básicamente, el riesgo es la ampliación de la brecha cambiaria junto con nuevas restricciones en el acceso al MULC.

En este sentido, Telecom posee solo 7% de sus ingresos ajustados por tipo de cambio y el 28% de su posición de caja en moneda dura. Esto aumentaría su deuda neta a USD 2.092 millones y reduciría el nivel de EBITDA anualizado a USD 749 millones llevando el ratio de apalancamiento neto a 2.8 y la cobertura de intereses a 2.4. El escenario de stress claramente daña los ratios de la compañía, pero continúan siendo niveles manejables.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

## Obligaciones Negociables

Telecom posee una obligación negociable con vencimiento en 2025 con cupón del 8.5% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 96.5%, tiene TIR de 10%, duration de 4.2 años, pagos de renta semestral y amortización en tres pagos anuales a partir de 2023.

### Tecoar 8.5% vto. 2025

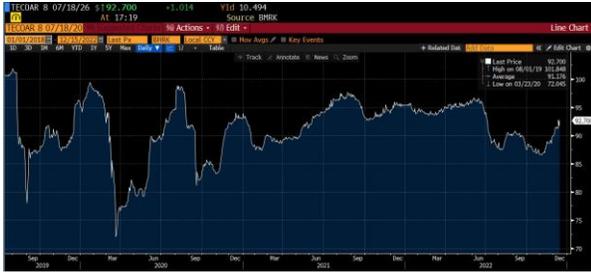


Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, Telecom posee una segunda obligación negociable con vencimiento en 2026 con cupón del 8% y mínimo de 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) en niveles de 92.5%, tiene TIR de 10.5%, duración de 3.6 años, pagos de renta semestral y amortización integral al vencimiento.

### Tecoar 8% vto. 2026





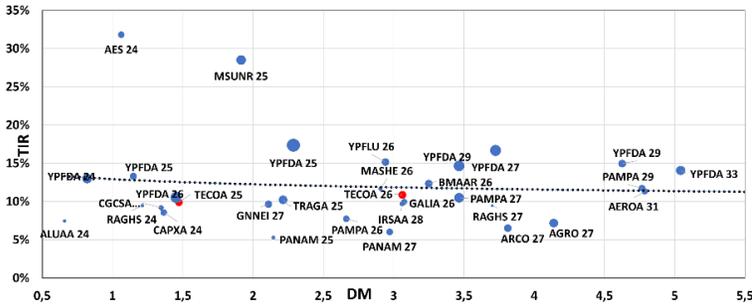
Fuente: Bloomberg.

Juan José Battaglia  
[juan@cucchiara.com.ar](mailto:juan@cucchiara.com.ar)

Ian Weber  
[ian@cucchiara.com.ar](mailto:ian@cucchiara.com.ar)

Manuel Carvalho Ochoa  
[manuel@cucchiara.com.ar](mailto:manuel@cucchiara.com.ar)

Tomas Mangino  
[tomasmingino@cucchiara.com.ar](mailto:tomasmingino@cucchiara.com.ar)



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

El sector afronta una multiplicidad de regulaciones que distorsionan enormemente las capacidades operativas de la compañía. Dado que la empresa tiene una excelente reputación crediticia, mantiene abierto el crédito en el mercado internacional (vía bancos privados, pero también organismos internacionales) y posee prudencia financiera, sus bonos cotizan por debajo de la curva y con rendimientos moderados.

Vemos los bonos algo caros en esta coyuntura internacional, encontramos mejor relación riesgo/retorno en otros bonos de la región. Ahora bien, para aquellos inversores restringidos a operar en el mercado local, si bien no es nuestro emisor doméstico preferido, los bonos de Telecom nos gustan para una cartera local hard dólar diversificada.

Buen fin de semana.